

2014年2月19日 全39頁

世界経済の変調と日本経済

日本経済中期予測（2014年2月）第3章・第4章

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介
調査提言企画室
エコノミスト 神田 慶司

[要約]

- これまで設備投資を抑制していた要因（期待利潤の低下や不確実性の高まり）が解消されつつあり、世界経済は循環的に拡大局面にあると判断できる。金利が低水準にとどまっている間は設備投資の拡大が見込まれるが、予測期間後半には金利上昇を受けて、設備投資の伸びは抑制されていくだろう。
- 先進国経済の回復・拡大は、輸出の伸びを通じて一義的には新興国経済にとっても追い風となりうる。しかし先進国の金融政策が引締めへと転換する中でグローバルマネーフローが変化し、先進国の好調と新興国の不調が、数年間という単位で構造的に発現していくだろう。
- 日本経済にとって強力な追い風が吹いているにもかかわらず、足元で輸出数量が伸びない理由として、5つの構造要因が考えられる。但し、過度の悲観は禁物であり、多くの要因はいずれ解決に向かうか、あるいはこれまでとは異なったルートで日本経済の改善につながるとみられる。だが、5つの構造要因のうち「海外生産移転に伴う輸出減少」のみ長期的な影響が大きく、国内の空洞化対策が不可欠となる。

■ 目次

- 3. 世界経済の変調と日本経済
 - (1) 設備投資循環から探る世界の景気循環 p. 2 (小林)
 - (2) 米国金融政策とグローバルマネーフロー p. 13 (小林)
 - (3) 円安・海外経済回復の中でも輸出が伸びない5つのリスク p. 22 (小林)
- 4. モデルの概説とシミュレーション p. 34 (神田)

3. 世界経済の変調と日本経済

(1) 設備投資循環から探る世界の景気循環

<要約>

ポイント①：期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ

- ・ 設備投資の抑制要因であった米国発の金融危機や欧州の債務問題、日本の震災などに伴う期待利潤の低下や不確実性の高まりが解消されつつある
- ・ 当面は金利が低水準に抑制される見通しとなっており、設備投資を押し上げる
- ・ 予測期間後半で米欧が利上げを行う局面では設備投資の伸びは抑制されていく

ポイント②：3つのリスク要因に注意が必要

- ・ 米国金融政策の引締めへの転換を受けたグローバルマネーフローの動揺
- ・ 欧州におけるユーロの構造的問題の再発
- ・ 日本の生産拠点の海外移転のさらなる進展に伴う国内設備投資の減退

本節では、世界全体および主要各国・地域の景気循環を見通す上で重要な決定要因となる設備投資に焦点を当て、現時点での循環局面を判断するとともに、今後の景気循環の姿を探る。

設備投資は、ラチェット効果¹により変動率が小さくなりやすい消費支出に比べて大きく変動しやすい支出項目であり、景気循環に大きな影響を与える重要な決定要因である。変動が大きくなりやすい主因としては、需要見通しの変動を受けて適正な資本ストックの水準²が変化することが挙げられる。資本ストックの適正水準への調整は、フローとしての設備投資の変動によって達成される。すなわち、資本ストックが適正水準に比べて過剰な場合には、フローの設備投資が減価償却以下に抑制されることにより、資本ストックの調整が達成される。逆もまた然りで、資本ストックが適正水準に比べて過小な場合には、フローの設備投資が減価償却以上に行われることで、資本ストックが積み増される。つまり資本ストックの現在の水準と適正水準の残差部分がフローの変動によって調整されるため、フローである設備投資の変動が大きくなりやすいということである。

また、設備投資は供給力を増加させると同時に需要を増加させる二面性を持つため、資本ストックの積み増し局面では投資需要の増加が更に投資を誘発して「投資が投資を呼ぶ」現象が生じ、逆に後退期には投資需要の減少が設備投資の累積的な減少を招く。このため短期的には特に投資財部門を含む製造業の設備投資の変動が加速度原理³によって増幅される傾向があり、この効果も相まって景気循環への影響が増幅される。結果として需要の見通しと資本ストックの適正水準も追加的に変動することになるため、設備投資の循環的な変動は大幅なものになりやすい。

なお、こうした設備投資に起因する景気循環の波はジュグラー循環とも呼ばれているものがあるが、この循環の周期は経験的に約10年とされており、本中期見通しの対象期間とも合致す

¹ 所得水準の変化に対して消費支出がそれほど変化しない効果

² 理論的な背景の説明は文献に譲る。ローマー, D. 『上級マクロ経済学』 (1998) 第8章参照

³ 設備投資が、生産の水準よりもその増分に依存する原理

る。この10年という数値に明確な根拠があるわけでは必ずしもないが、減価償却（資本減耗）や純投資（粗設備投資－資本減耗）による資本ストックの調整速度にも限度があり、適正水準まで資本ストックが調整されるまでに数年単位の時間を要することは理論的にも整合的と考えられよう。

さて、以上を踏まえた上で世界全体および主要各国・地域の設備投資の循環を概観していこう。本節では設備投資の循環を視覚的に確認しやすくするために、主として修正形の資本ストック循環図⁴を用いた分析を行う。修正資本ストック循環図は、設備投資の伸び率と修正 I/K 比率の関係から、これらの水準が何%程度の期待成長率を見合っているかを観察するものである。また、設備投資の伸び率と修正 I/K 比率が、長期的に期待される成長率からどの程度乖離しているかを見ることで、景気循環の局面を判断することができる。

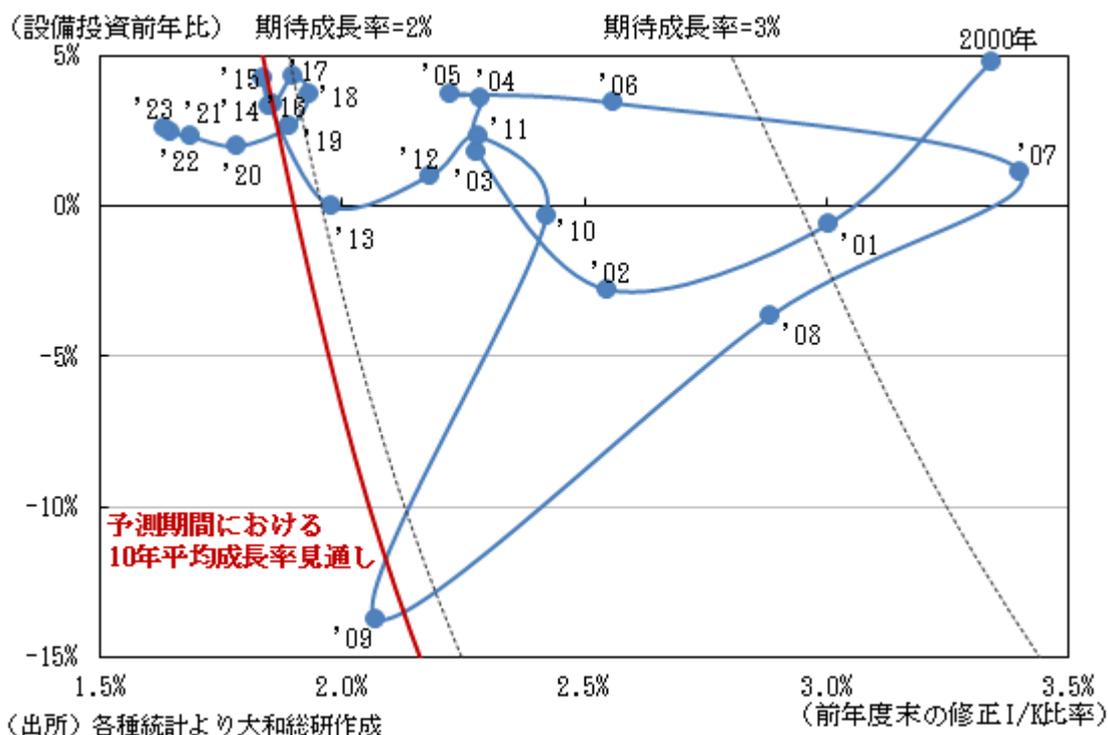
ただし修正資本ストック循環図だけでは乖離の要因を説明する、あるいは適正水準への調整速度を予測することはできないため、短期循環的な変動要因を考える上では、別個の視点が必要となる。この点に鑑みて、本節では標準的な投資理論に基づいて設備投資の決定要因を分解し、各要因の見通しに基づいて世界全体および主要各国・地域で設備投資が変動する姿を考える。設備投資の決定要因としては(i)期待利潤、(ii)金利、(iii)減価償却率、(iv)法人税率、(v)税制上の償却控除、(vi)資本財価格、(vii)不確実性、(viii)キャッシュフローなどが挙げられるが、本節では特に(i)期待利潤および(ii)金利の変動等を中心に焦点を当てて議論を進める。

総体として、これまでの設備投資の抑制要因となってきた米国発の金融危機や欧州の債務問題、日本の震災などに伴う(i)期待利潤の低下や(vii)不確実性の高まりといった要因が、政策対応等が功を奏したことにより解消されつつある。これに伴って設備投資の循環は世界的に資本ストックの積み増し局面に入り、期待成長率に見合う水準への設備投資の回復が見込まれる。これに加えて、予測期間の前半においては(ii)金利が低水準に抑制される見通しとなっており、このことが設備投資を（期待成長率に見合う循環の中心線から上方にやや乖離する水準まで）押し上げる要因として働く。しかし予測期間の後半にかけては低金利の効果は剥落し、米欧が利上げを行う中で投資コストが上昇することで設備投資の伸びは抑制されていく格好となろう。

リスク要因としては、①米国金融政策の引締めへの転換を受けたグローバルマネーフローの動揺、②欧州におけるユーロの構造的問題の再発、③日本の生産拠点海外移転のさらなる進展に伴う国内設備投資の減退、④中国におけるバブル経済の崩壊、などに注意しておく必要がある。

⁴ 修正資本ストック循環の見方と導出方法は、付注を参照

図表 3-1-1 世界（日米欧）の資本ストック循環図



図表 3-1-2 総括表（日米欧）

	予測期間前半（2014～18年度）	予測期間後半（2019～23年度）
日本		
期待利潤	+（円安と外部環境好転）	-（円高）
金利	+（低金利）	
不確実性	+（外部環境好転）	
キャッシュフロー	+（過去の内部留保）	-（前半の設備投資増加）
リスクシナリオ	生産拠点海外移転のさらなる進展	
米国		
期待利潤	+（リーマンショック後の調整からの回復）	
金利	+（低金利）	-（金融引締め）
不確実性	+（債務上限問題と金融政策の不透明感の解消）	
キャッシュフロー	+（過去の内部留保）	-（前半の設備投資増加）
リスクシナリオ	金融引締めへの転換を受けたグローバルマネーフローの動揺	
欧州（ユーロ圏）		
期待利潤	+（財政問題の落ち着き）	
金利	+（低金利）	-（金融引締め）
不確実性	+（財政問題の落ち着き）	
キャッシュフロー	+（財政問題の落ち着き）	-（前半の設備投資増加）
リスクシナリオ	ユーロの構造的問題の再発	

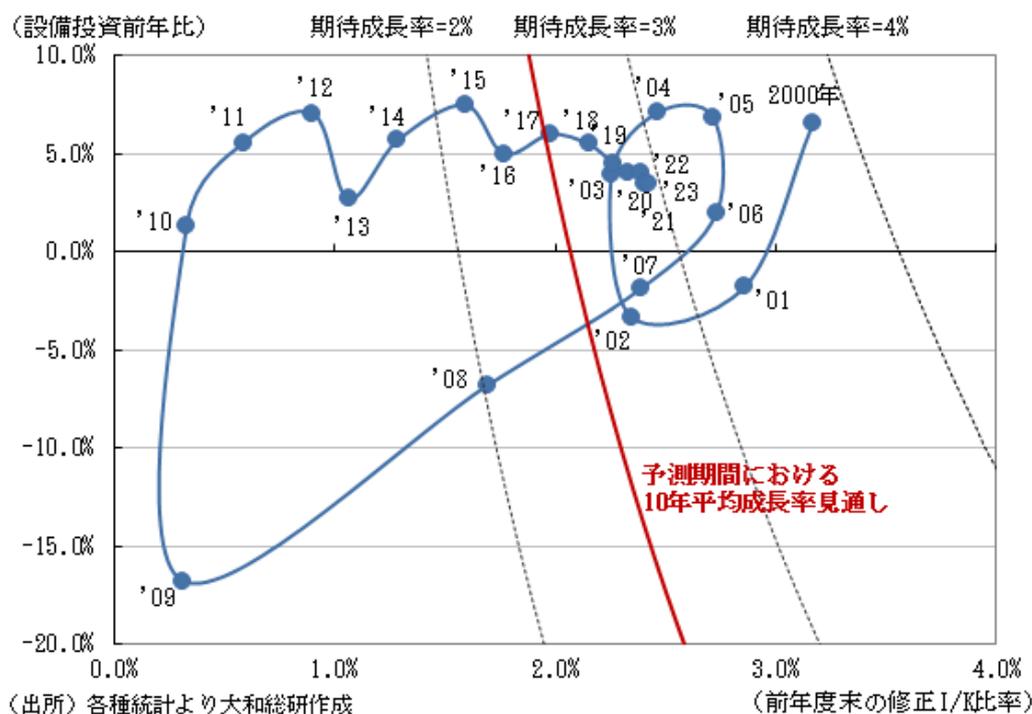
(出所) 大和総研作成

① 米国の設備投資循環

図表 3-1-3 に見られるように、米国は他の先進国（ユーロ圏および日本）に先駆けて調整局面を抜け出し、資本ストックの積み増し局面に入っている。まず過去の経緯を振り返ると、住宅バブルの崩壊やそれに続く所謂リーマン・ショックを受けて(i)期待利潤の低下、(ii)資本調達コストの上昇、(vii)不確実性の高まり、(viii)キャッシュフローの減少などのネガティブな要素が同時発生し、2007～09年にかけて大幅な設備投資の調整を余儀なくされた。しかしFRBの迅速な流動性供給等を受けて金融危機の伝播は回避され、また、利下げや量的緩和(Quantitative easing)などの積極的な金融緩和が金融市場を下支えしたことなどから、こうした期待成長率の低下や金利の上昇、不確実性の増加などといった設備投資にマイナスの影響を与える要因が減殺された。これらが資本ストック調整の影響を軽減したと考えられる。さらに他の先進国に比べ資本ストックの調整が早期に発現したことや、これを受けてキャッシュフローの回復が早期に実現したことなどが、比較的早期に資本ストックの積み増し局面入りを達成することに寄与したと考えられる。

以上を踏まえながら今後を展望すると、大まかな動向としては、(i)期待利潤の回復を中心的な要因としながら、中長期の期待成長率に見合うレベルでの循環的な位置をめざし、資本ストックの積み増し、純投資の拡大が続いていくことが見込まれる。設備投資主体の期待成長率を観測することは容易ではなく、また、経済主体の期待が実証的にかなりの程度適応的(Adaptive expectation)であることを踏まえれば期待成長率そのものも循環的に変動する可能性もある。このため本稿では参考値として、本中期見通しの前提として用いているDIR米国経済見通しの10年間の平均成長率(2.5%)を用いて、図表 3-1-3の赤色太線の双曲線で示すように長期の均衡水準を示した。

図表 3-1-3 米国の資本ストック循環図



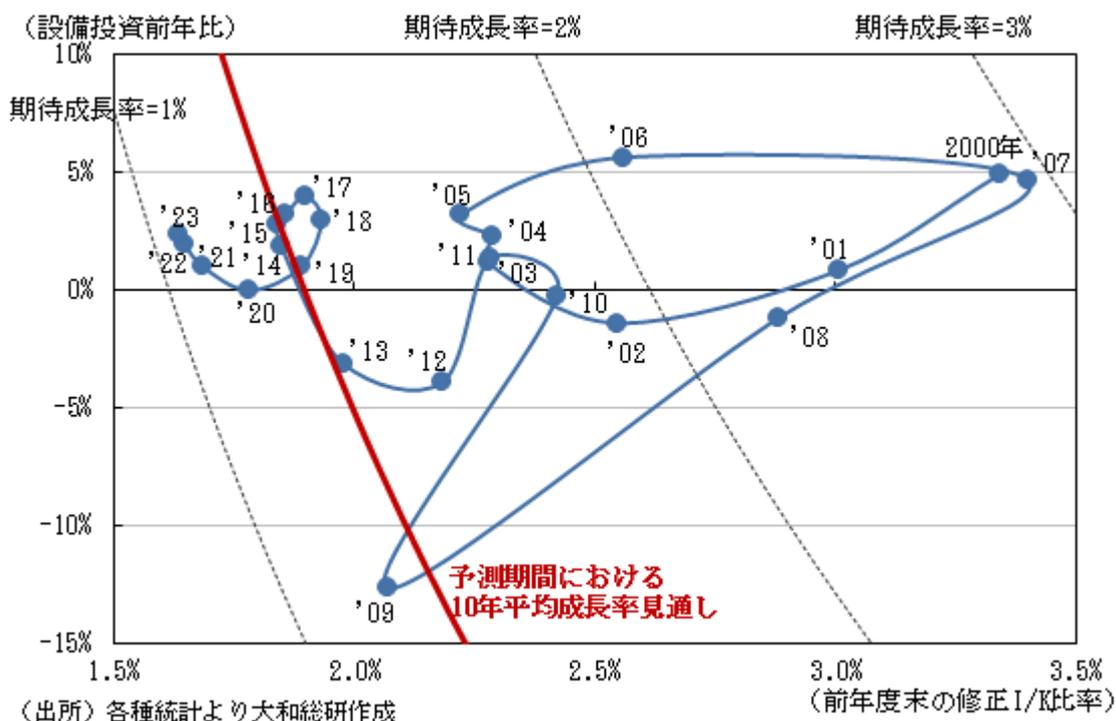
循環的な動きを詳細に確認すると、2013年については債務上限問題の顕在化やFRB議長 のQE3縮小発言を受けた(ii)資本調達コストの上昇と(vii)不確実性の高まりが設備投資の伸びを抑制する格好になるとみられるが、債務上限問題に一定の解決が見られたことや、FRBのメッセージが金融市場に浸透したことなどから金融政策の不透明性が払拭されたことを受け、2014年以降にかけてはこれらの設備投資の抑制要因が解消されると見込まれる(ただしこれらは今後のリスク要因として一定の注意を払っておく必要がある。詳細は、3.(2)「米国金融政策とグローバルマネーフロー」参照)。これにより設備投資は2015年にかけて加速することが見込まれるが、2015~17年にかけて利上げが実施される見通しとなっており、(ii)資本調達コストが上昇することで設備投資の伸びは抑制されることになる。2018年頃には資本ストック循環が平均成長率に見合う位置に到達することで循環局面は資本ストックの積み増し局面から調整局面へと移行し始め、また、経済全体の成長率を上回る速度での設備投資の伸びが続いてきたことから(viii)キャッシュフローが低下することなどを受け、それ以降の設備投資の伸びは抑制されていくと見込まれる。

② 欧州(ユーロ圏)の設備投資循環

欧州(ユーロ圏)の資本ストックの調整は、米国に比べると遅れている。この背景としては金融危機の震源地であった米国に比べて調整の開始時期が遅かったことや、金融政策によるサポート(利下げや量的緩和)が米国ほど積極的でなかったことが挙げられる。また、図表3-1-4で確認できるように、資本ストックの循環は2012年以降、再度深刻化している。これは2009~12年頃にかけて南欧諸国を中心に債務問題が顕在化し、(ii)資本調達コストが上昇するとともに、厳しい財政再建のもとで(i)期待利潤が低下し、さらにユーロシステムそのものの存続に対する疑義が強まったことから(vii)不確実性が高まったためであり、2012~13年にかけては設備投資の成長率がマイナスの状態が続いてきたとみられる。

しかし先行きを見通すと、各国の財政再建が進展していることや、LTR0(Long term refinancing operation)やOMT(Outright monetary transaction)による金融面のサポートを受けて(i)期待利潤の回復、(ii)資本調達コストの正常化(低下)、(vii)不確実性の後退が進んでおり、こうした状態が続く限り、中長期の期待成長率に見合うレベルでの循環位置をめざし、資本ストックの積み増し、純投資の拡大が続いていくことが見込まれる(ただし債務問題の再発は今後のリスク要因として一定の注意を払っておく必要がある)。これらの要因に支えられ、資本ストック循環が予想平均成長率に見合う位置に到達する2017年頃までは設備投資の加速が見込まれよう。しかし先述したような債務問題の顕在化に伴ってユーロシステムそのものの構造的問題が露呈したことから、期待成長率は過去に比べ大幅に下方シフトしており、資本ストックの積み増しによる景気の加速は限定的となろう。また、2017~18年にかけてECBが金融引き締めへ転じると想定すると、(ii)資本調達コストの上昇と相俟って、以降の設備投資は相対的に冴えない格好となると見込まれる。

図表 3-1-4 欧州（ユーロ圏）の資本ストック循環図

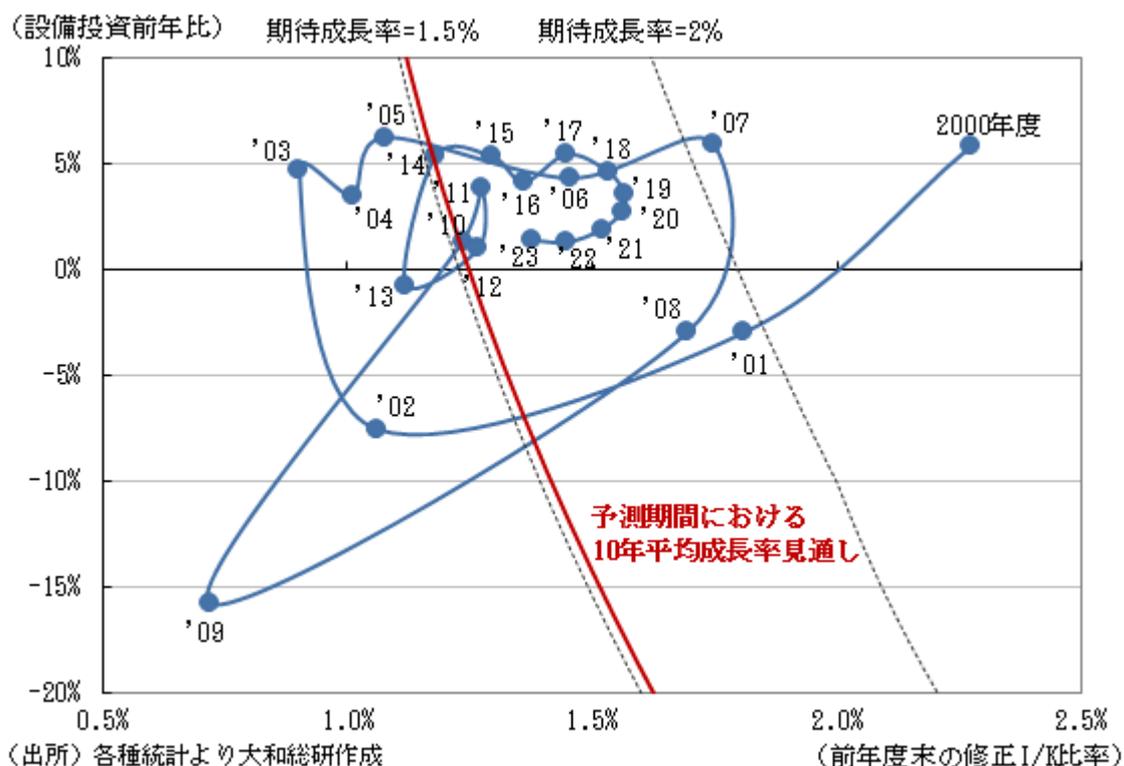


③ 日本の設備投資循環

日本の資本ストックの調整も、米国に比べると遅れている。これは一つに、欧州（ユーロ圏）と同様に米国に比べて調整の開始時期が遅かったことがあるが、加えて、2011年に発生した震災の影響で(i)期待利潤が低下したことや(vii)不確実性が高まったことが要因として考えられる。これらの要因により2013年の設備投資の伸びはマイナス圏にとどまるが、先行きを見通すと、これらのネガティブな要因は正常化に向かい(vii)不確実性は低下する。また、量的・質的金融緩和政策を受けて(ii)金利が低位に抑制され、また、世界経済の拡大や、日米金利差の拡大と相俟って為替レートが円安水準を維持する（詳細は、レポート「日本経済中期予測（2014年2月） 1. (3) 今後10年間の為替レートの見通し」参照）ことを受けて(i)期待利潤が上昇すると見込まれることから、期待成長率に見合うレベルでの資本ストックの積み増し局面に入ると見込まれる。これらの期待利潤の上昇要因はとりわけ予測期間の前半において強い効果を発揮することが見込まれ、10年平均の成長率(1.5%)に見合う循環位置をやや超えて資本ストックの積み増しが継続する見通しとなっている。しかし予測期間の後半においてはこれらのポジティブ要因が剥落する。加えて経済成長率も低下に向かうことから、資本ストックは循環的に調整局面へと向かう見通しとなっている。

リスクとしては、日本企業の事業国際化と国際的生産立地合理化に伴い、資本ストックの積み増しが想定以下にとどまる可能性が挙げられる。海外需要の増加を根拠として設備投資を増強するというシナリオが実現したとして、そのうちどれだけが日本国内で行われるのか、あるいは海外現地法人等を中心として日本国外で行われるのかという点には議論の余地があるためである。この点については3. (3) 「円安・海外経済回復の中でも輸出が伸びない5つのリスク」で詳細に扱うが、日本企業の先進国向け直接投資は水平的分業の進展を背景として、アジア向け直接投資は垂直的分業と水平的分業の双方の進展を背景として、国内設備投資を上回る増加トレンドを示してきた。結果として国内設備投資比率は低下しており、従前に比べ、海外経済の拡大と円安が国内生産と国内設備投資を増加させる効果が低下している可能性がある。

図表 3-1-5 日本の資本ストック循環図

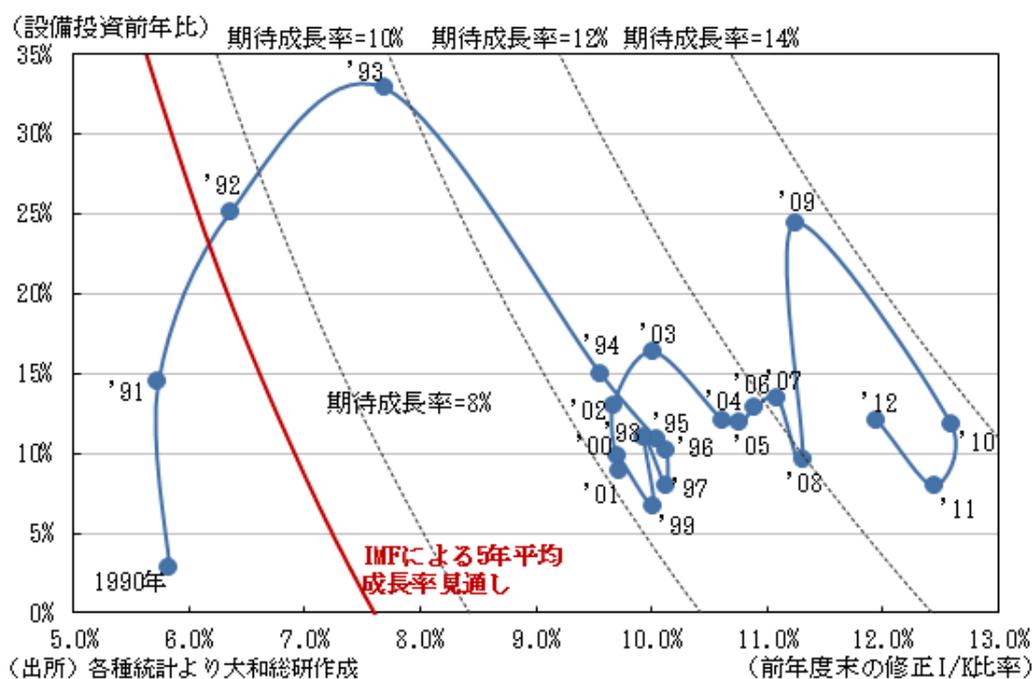


④ リスク要因としてのアジア

先述したように、日本にとってのリスク要因として無視できないのがアジアの動向である。図表 3-1-6 は中国の資本ストック循環を見たものである。中国では 1992 年に改革開放が加速し、期待成長率の高まりとともに固定資本形成が積み上がり、アジア通貨危機やロシア危機、日本の金融危機や米国の IT ブーム崩壊を契機として 1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけて調整局面入りしたものの、その後は非不胎化為替介入に伴う中国の金融緩和、および世界経済の拡大に伴い 2007 年に至るまで旺盛な資本形成が続いた。リーマン・ショックの影響を受けて 2008 年には一時的に調整に転じたが、4 兆元の大規模な財政出動や緩和的な金融政策の結果、2009 年には再び大幅な固定資本形成の増加に転じ、その後ゆるやかに調整に向かったものの、2012 年時点では資本ストック循環で確認する限り期待成長率 13% を超える水準まで資本形成が行われている。これは足元の中国の成長率や各種予測機関による今後の成長率見通し（例えば IMF 見通しによる 5 年平均成長率）を大きく上回る水準にあり、いずれ大きな調整を余儀なくされる可能性が高い。

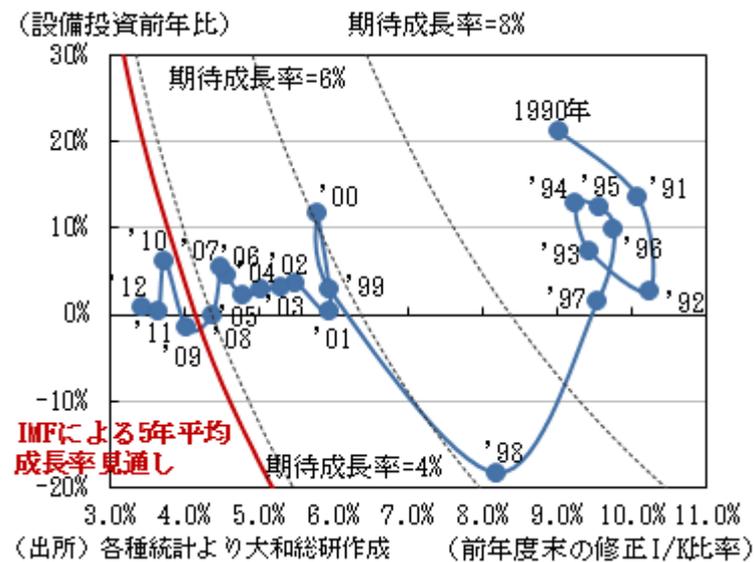
ただし、先述したようなアジア域内の生産立地の選択における変化を踏まえれば、明らかに過剰に見える中国の資本形成も、部分的には正当化されるかもしれない。図表 3-1-5 と図表 3-1-6 を比較すると、日本の資本ストック循環はトレンドとして左方にシフトしている一方で、中国の資本ストック循環は右方シフトが進んでいる。もちろんこの背景の一つには期待成長率の変化（日本の低下と中国の上昇）が挙げられようが、それだけでは日本の資本ストック循環が期待成長率を下回る水準で推移しているのに対し、中国の資本ストック循環が期待成長率を大きく上回る水準で推移していることを説明できない。前節で指摘したような日本を始めとする先進国から中国へ生産活動が移転していることが一つの要因となっている可能性は指摘しうるだろう。

図表 3-1-6 中国の資本ストック循環図

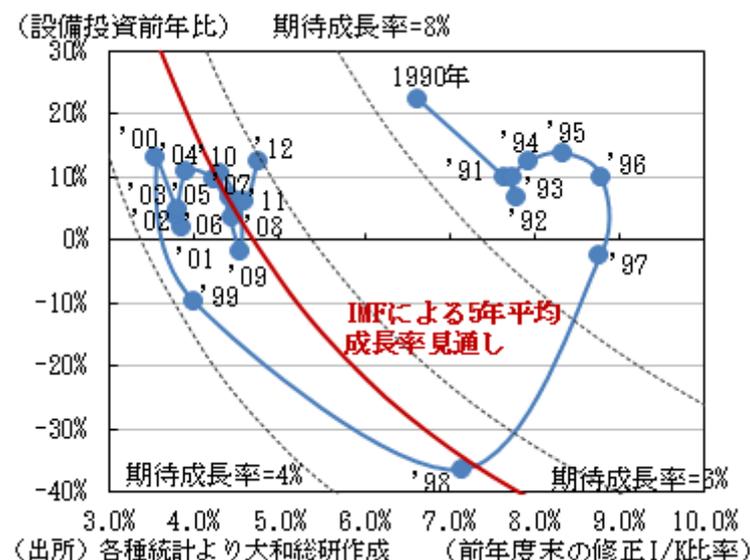


このことから生産コスト面での優位性と産業蓄積を背景としたアジア域内における生産活動の国際移転が、各国・地域における資本形成のトーンの明暗を分けている可能性が示唆されている。このNIEsとASEAN⁵の資本ストック循環の比較からも、アジア地域において生産コストの低い国への垂直的 direct 投資が進んだ結果、産業蓄積が進み、現地生産の比較優位が高まり、水平的 direct 投資も進展している蓋然性は高い。この仮説を前提とすれば、海外需要の高まりと円安を前提として、日本における国内投資の増加ペースが予想よりも弱含む可能性には十分な注意が必要だろう。

図表 3-1-7 NIEs の資本ストック循環



図表 3-1-8 ASEAN の資本ストック循環



⁵ NIEs は香港、韓国、シンガポール。ASEAN はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ

付注. 修正資本ストック循環図の見方と導出方法

資本ストックを K_t 、設備投資を I_t 、減耗率を δ_t とすると、資本ストックのネット増減 ΔK_t は、 $\Delta K_t = I_t - \delta_t K_{t-1}$

と表される。また、最適な資本ストックの増加率 $\Delta K_t / K_{t-1}$ は、期待成長率を g_t 、資本係数の成長率を γ とすると、

$$\Delta K_t / K_{t-1} = g_t + \gamma$$

で表される。これら二式を接続すると、設備投資前年比 (I_t / I_{t-1}) と前年度末の設備投資・資本ストック比率 (I_{t-1} / K_{t-1}) の間に

$$(I_t / I_{t-1}) \times (I_{t-1} / K_{t-1}) = \delta_t + g_t + \gamma$$

の関係を導くことができる。この関係を用いて、縦軸に設備投資前年比 (I_t / I_{t-1})、横軸に前年度末の設備投資・資本ストック比率 (I_{t-1} / K_{t-1}) を取り、両者の関係をプロットしたものが一般的な資本ストック循環図である。減耗率 δ_t と資本係数の成長率 γ を定めれば、上述の関係から各時点での設備投資前年比 (I_t / I_{t-1}) と前年度末の設備投資・資本ストック比率 (I_{t-1} / K_{t-1}) が、何%程度の期待成長率と見合っているかを観察することができる。

しかし減耗率 δ_t はトレンドを持った変動要因である。従って観測期間において減耗率 δ_t が一定であるとの前提に立って資本ストック循環図を描くと、資本ストック循環図から得られる期待成長率のインプリケーションに誤差が生じることになる。この誤差は観測期間が長期になればなるほど深刻化するため、本稿では下記のように関係式を変形することでこの問題を解決した。

$$(I_t / I_{t-1}) \times ((I_{t-1} / K_{t-1}) - \delta_t \times (I_{t-1} / I_t)) = g_t + \gamma$$

この変形を反映して本稿で用いる資本ストック循環図の横軸に $(I_{t-1} / K_{t-1}) - \delta_t \times (I_{t-1} / I_t)$ を採用し、これを修正 I/K 比率と定義した。

この修正資本ストック循環図のインプリケーションは、一般的な資本ストック循環図と基本的に同様である。資本ストック循環図のプロット位置は、下記のような景気循環を通じて時計回りに動くことが経験的に知られている。景気拡大期には設備投資の伸び率（縦軸）が上昇し、プロット位置は上方に移動する。その後、修正 I/K 比率（横軸）が上昇するとともに設備投資の伸びが減速し、プロット位置は右下方向に移動していく。逆に景気後退期には、設備投資の伸び率（縦軸）の低下を通じてプロット位置はまず下方に移動し、修正 I/K 比率（横軸）の低下とともに左方に移動するが、この設備投資の調整を経て設備投資の伸びが回復し、再び上方に移動する。期待成長率の変化を通じて、資本ストック循環の中心線となる双曲線の位置はシフトしうる。期待成長率の上昇は双曲線の右方シフト、期待成長率の低下は双曲線の左方シフトを通じて循環の中心位置を変化させる。

なお、資本ストックのデータを公表している国は日本を含め一部の国に限られる。このため本稿ではフロー投資のデータを用いて各国の資本ストックのデータを補完推計した。推計に当たってはベンチマーク法を採用し、減耗率および資本係数（初期資本ストックの推計に利用）は発展段階に応じて変化すると前提のもと、米国の実績値から推計した一人当たり実質 GDP と減耗率・資本係数の関係を用いて推計した。また、予測値もこの推計式を用いて作成している。

ただし推計に当たってはデータ制約のため、公共投資も含めた総固定資本形成を用いており、民間設備投資ベースの日本の資本ストックとの間で不突合が生じている。また、日本の資本ストックデータは減耗を加味せず除却のみを割り引いた粗資本ストックであり、この点においても不突合が生じていることに注意されたい。なお、本稿において資本係数のトレンドとしては 2003 年～23 年までの幾何平均変化率を採用している（中国、NIEs、ASEAN は 2000 年～11 年）。ここで採用する数値によって双曲線の水準は変動しうるため、資本ストック循環図の評価は一定の幅をもって行う必要がある。

(2) 米国金融政策とグローバルマネーフロー

<要約>

ポイント：米国の金融政策が引締めに向かう中、グローバルマネーフローが変化

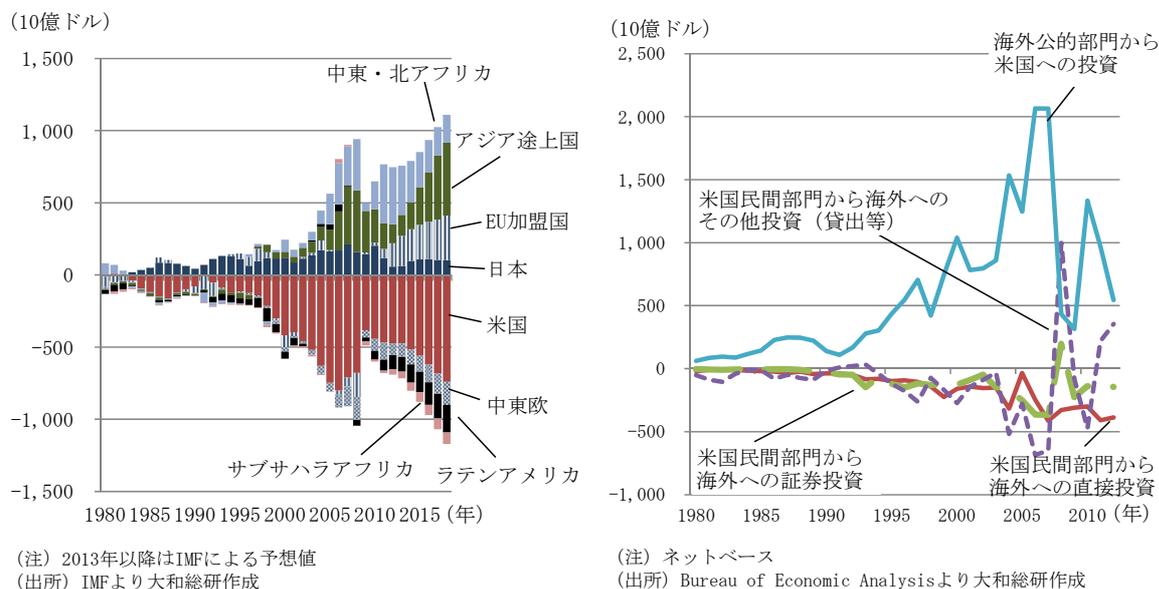
- ・ ①流動性供給の縮小
- ・ ②リスクフリーな金利の上昇と国際的裁定を通じた他資産に対する要求収益率の上昇
- ・ ③ドルの実効レート上昇に伴うドルペッグ国の為替・金融政策の維持困難化
- ・ 上記3要因に伴うリスクシナリオの発現に注意

前節で見たように、日米欧を中心とする先進国では、これまでの成長の下押し要因となってきた米国発の金融危機や欧州の債務問題、日本の震災などに伴う期待利潤の低下と不確実性の高まりといった要因が、政策対応等が功を奏したことにより解消されつつある。これに伴って先進国経済は循環的な回復・拡大方向へ向かっていくことが見込まれる。

先進国経済の回復・拡大は、一義的には世界需要の押し上げ要因となり、貿易数量・金額の拡大を通じ、先進国需要を取り込む新興国の経済にとってもプラスに働く要因として考えられよう。しかし先進国経済が回復から成熟に向かう局面において、これまで低金利政策・量的緩和を続けてきた先進国の金融政策が引締め方向に向かうことも同様に見込まれる。従って、先進国からの資金提供により成長を底上げされてきた新興国経済が金融面からマイナスの影響を受ける可能性が高い。2013年においても、5月にQE3縮小に関する発言がFRB議長により行われたことを受けて米国債金利が上昇し、新興国を中心に為替レートの減価と経済見通しの下方修正が発生した。12月にFRBがQE3による資産買入れ金額の縮小を決定した際には金融市場がその影響を既に織り込んでいたこともあり大きな動揺は生じなかったものの、今後政策金利を含めた本格的な金融引締めが進む局面においては、同様の経路を通じて世界経済（とりわけ新興国経済）に動揺をもたらす可能性が高い。本節では先進国（米国）の金融引締めが世界経済に与えるマイナスの影響を整理し、そのインパクトを検証する。

基軸通貨であるドルの供給量を左右する米国の金融政策は国際的なマネーフローおよび金融市場のリスク許容度・要求収益率を左右する。従って米国金融政策の変化は世界経済に非対称な影響を与える可能性が高い。図表 3-2-1 が示すように、基軸通貨ドルを有する米国は世界から（主に外貨準備など公的部門から米国債などへのリスクフリーな）投資を集め、これと国内流動性の一部を世界の（株式・直接投資・貸出といったリスク資産への）投資として海外に還流させている。

図表 3-2-1 グローバルインバランス（左）と米国を軸にしたグローバルマネーフロー（右）

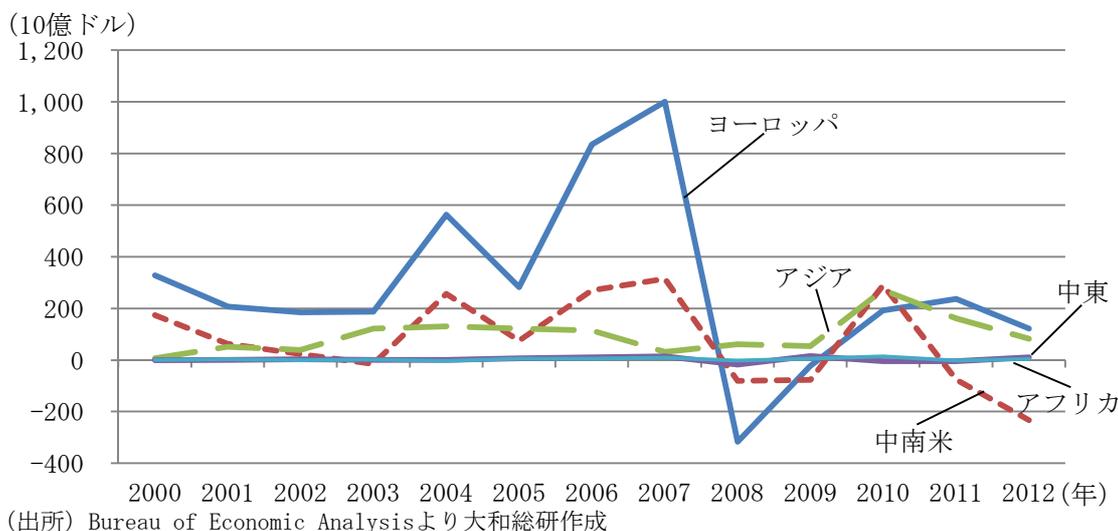


この米国を軸とした国際マネーフローに対する米国金融政策の引締めの影響としては、①流動性供給の縮小（もしくは増加速度の低下）、②（米国債というリスクフリーな）金利の上昇と国際的裁定を通じた他資産に対する要求収益率の上昇、③ドルの実効レート上昇に伴うドルペッグ国の為替・金融政策の維持困難化が挙げられる。

①については自明であるが、ひとつ注意が必要なのは、金融政策による流動性供給量の変化と、市場や民間金融機関を通じたマネーフローには必ずしも一対一の関係が成立するわけではないという点である。とりわけ景気後退期には金融緩和を行っても資金需要が増加せず、貨幣乗数が低下する傾向が強く見られた。しかしながら景気回復・拡大期における金融引締めとなると話は異なってくる。過去数年間における世界的な資産価格の上昇や景気の回復・拡大が示唆するように資金需要は拡大に向かっており、このような状況下での流動性供給量の低下（もしくは増加速度の低下）は、マネーストックの天井を形成し、資金の選別性を高める可能性が高いだろう。

流動性供給の縮小により影響を受けやすい国・地域はどこなのだろうか。図表 3-2-2 は米国から各地域への資本流入量の推移を示したものであるが、ここから判断する限り、流動性供給量の変化はヨーロッパ・アジア・中南米を中心に直接的な影響を与えそうである。もっとも、これは絶対値であるから、経済規模がヨーロッパ、次いでアジアが大きいことを踏まえると、比率的な意味では中南米が受ける影響は比較的大きくなるかもしれない。

図表 3-2-2 米国からの地域別資本流入

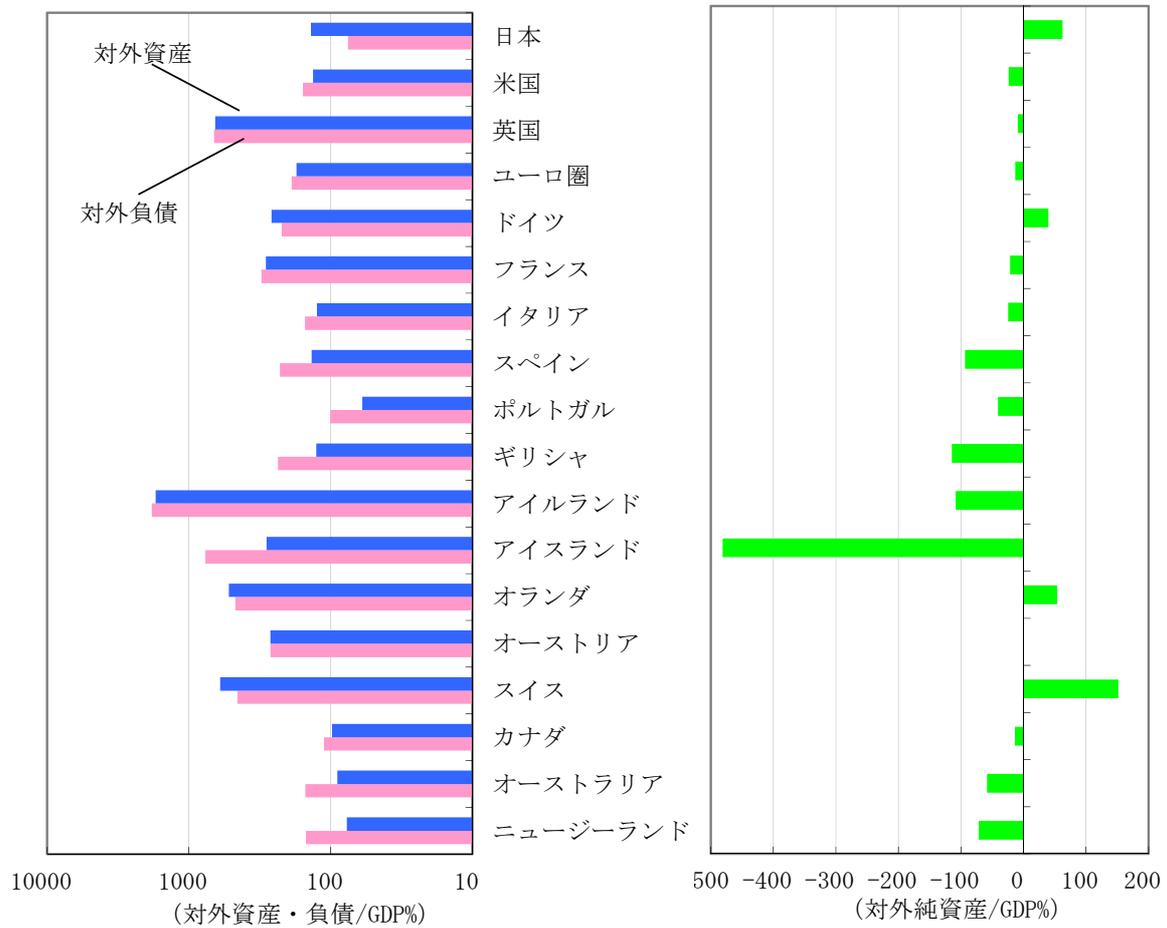


②は国際的な裁定条件を通じて引き起こされる現象である。すなわち、米国債というリスクフリーな資産の金利が上昇することで、全ての資産クラスに対する要求収益率が上昇する。もし他資産の期待収益率が一定のままなら、相対的に米国債の需要が増加し、他資産の需要が減少すると見込まれるが、この相対的な需要の変化は要求収益率の収斂を通じて均衡に向かうためである。このマーケットメカニズムを念頭に置くと、多くの国・地域の債券市場で金利の上昇もしくはリファイナンスの困難化が生じると考えられよう。ただし、米国金利上昇を受けた要求収益率の感応度は、各資産の米国債との代替性の高さに依存すると考えられ、この観点に立てば、国レベルで見たときに米国債金利の上昇から受ける影響が高いのは、国際ファイナンスに対するエクスポージャーの高い国々と考えることができよう。

リスクフリー金利の上昇の影響を左右するとみられる各国の国際ファイナンスに対するエクスポージャーを測る上で、先進各国の国全体としてのバランスシートを確認したものが図表 3-2-3 である。左図が各国の対外資産・負債の GDP 比、右図が対外純資産の GDP 比を示しているが、ここでは所謂 GIIPS 諸国⁶が総じて大規模な対外純債務を抱えている様子が確認できる。これらの国々では財政の問題が取り沙汰され続けてきたが、根本の問題は国内の貯蓄不足を海外からの資金フローでファイナンスしてきたことにある。この点に鑑みると、これらの国々の財政危機処理においては、財政健全化プロセスや欧州連合による救済といった欧州圏内の事情のみならず、国際的な裁定を通じて市場が要求する利回りの変化、および結果として生じる財政収支見通しの変化にも慎重に目を配っておく必要があるだろう。

⁶ ギリシャ、イタリア、アイルランド、ポルトガル、スペイン

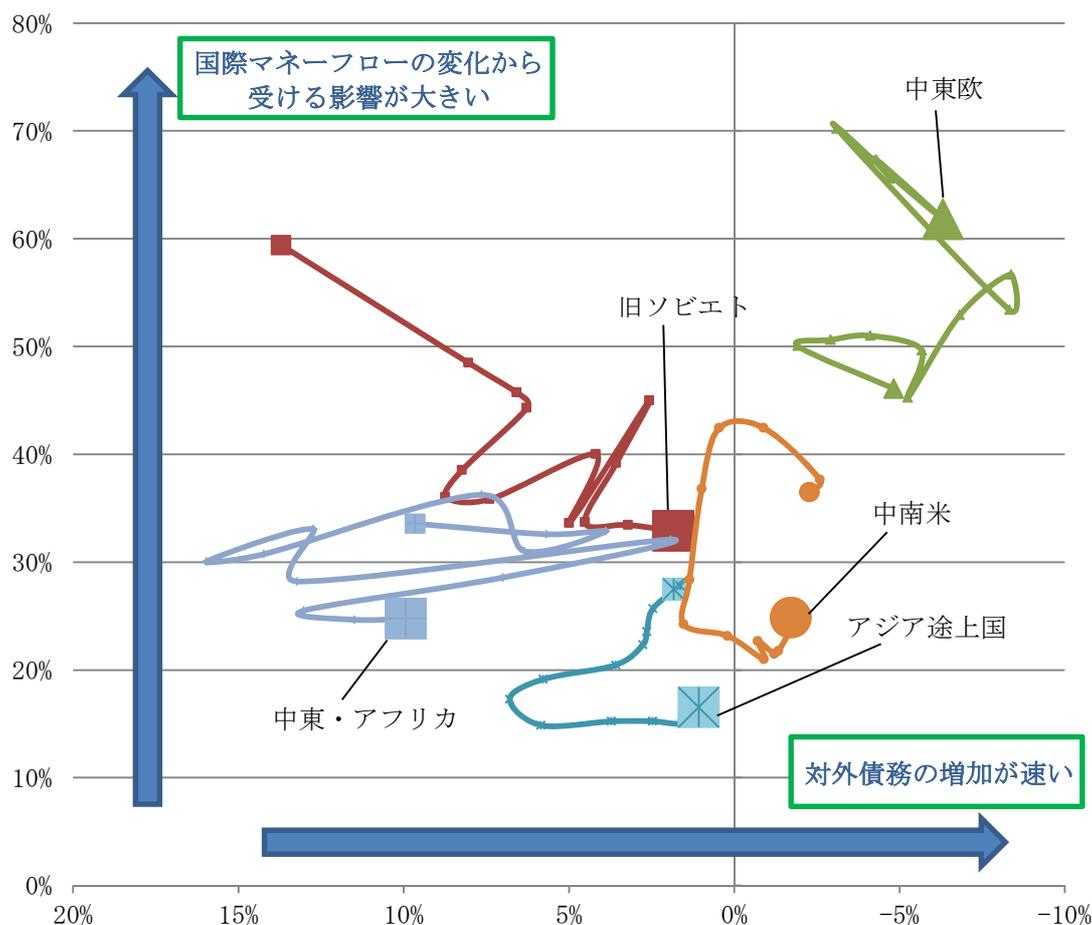
図表 3-2-3 先進各国のバランスシート



先進国のみならず新興国についても国際ファイナンスに対するエクスポージャーの大きさを測るべく、新興各地域のストックとフローの海外資本依存度の 2000 年以降の推移を示したものが図表 3-2-4 である。ここでは縦軸にストックの海外資本依存度（対外債務残高の GDP 比）、横軸にフローの海外資本依存度（経常収支の GDP 比）すなわち対外債務残高の増加速度を示している。2013 年のエマージング市場においては、経験則に基づいた心理要因が働いたためか、為替・株式ともに過去に危機を経験したアジアや中南米の国々の下落が激しかった。これには先述したような①米国からの流動性供給量の低下から直接的に受ける影響の大きさに対する懸念も働いているのだろうが、アジア・中南米など過去に危機を経験した地域のバランスシートは、地域全体として見ると 2000 年代を通じておおむね改善方向に向かっている。②国際的な要求収益率の上昇から受ける影響という観点からは、むしろユーロ圏経済の拡大を背景とした資金流入を受け、地域全体としては中東欧のバランスシートが悪化している点に留意が必要であろう。

図表 3-2-4 新興各地域のストックとフローの海外資本依存度

(対外債務残高/GDP)



(注1) 対外債務残高はグロスベース、横軸（経常収支/GDP）は逆目盛（経常収支/GDP）

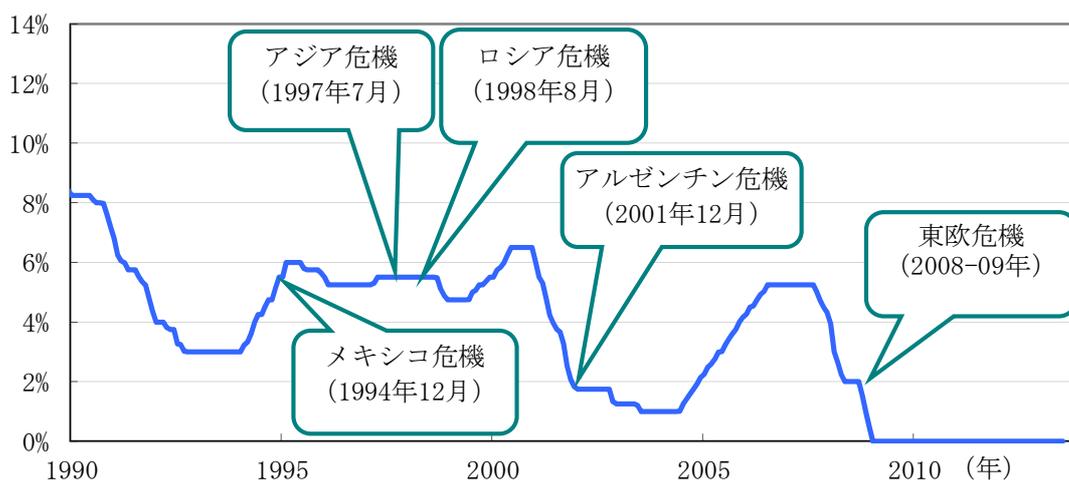
(注2) 2000～12年。大サイズのマーカーは12年時点、中サイズのマーカーは2000年時点

(出所) IMF World Economic Outlookより大和総研作成

③の影響は、硬直的な為替制度を採用している国が中心となる。ドルの増価が自国通貨の増価に直結するため輸出の競争条件が悪化するし、より重要なことに、そうした国は米国金利の上昇を受け、為替レートを防衛するためには自国金利を引き上げるか、外貨準備を消費して（同時に自国通貨を吸収して）為替介入を行うか、その両方を行う必要に迫られる。結果として、①②の負の影響が他国より大きく出ることになり、さらに、通貨防衛に失敗した場合にはそれまでの資金流入の前提が崩れることから、金融危機を伴う通貨危機に発展する可能性があるだろう。このような要因が相まって、過去にもFRBの金融引締め局面においては、たとえば1994年のメキシコ危機、1997年のアジア危機、1998年のロシア危機など、危機発生の事例が見られた。

もっとも本質的には、硬直的な為替政策を採用していることが、外的なマネーフローから受ける政策および経済の不安定性を（高めはするものの）致命的に左右するわけではない。極端な話をすれば、硬直的な為替政策を採用していても、対外負債の流出に耐えうる外貨準備を有しており、健全な経常収支を保っている国は（非不胎化為替介入を行った場合は金融引締めにつながってしまうものの）、海外資本の流出に対して耐久力を有していると判断される。逆に柔軟な為替政策を採用していても、急激な資本流出を受けて為替レートが大きく減価した場合、金融セクターを安定させる目的や輸入物価の上昇に伴うインフレを防止する目的に沿って介入・金融引締めを行うことは十分に考えられ、この点において外貨準備の残高は重要な意味を持つ。

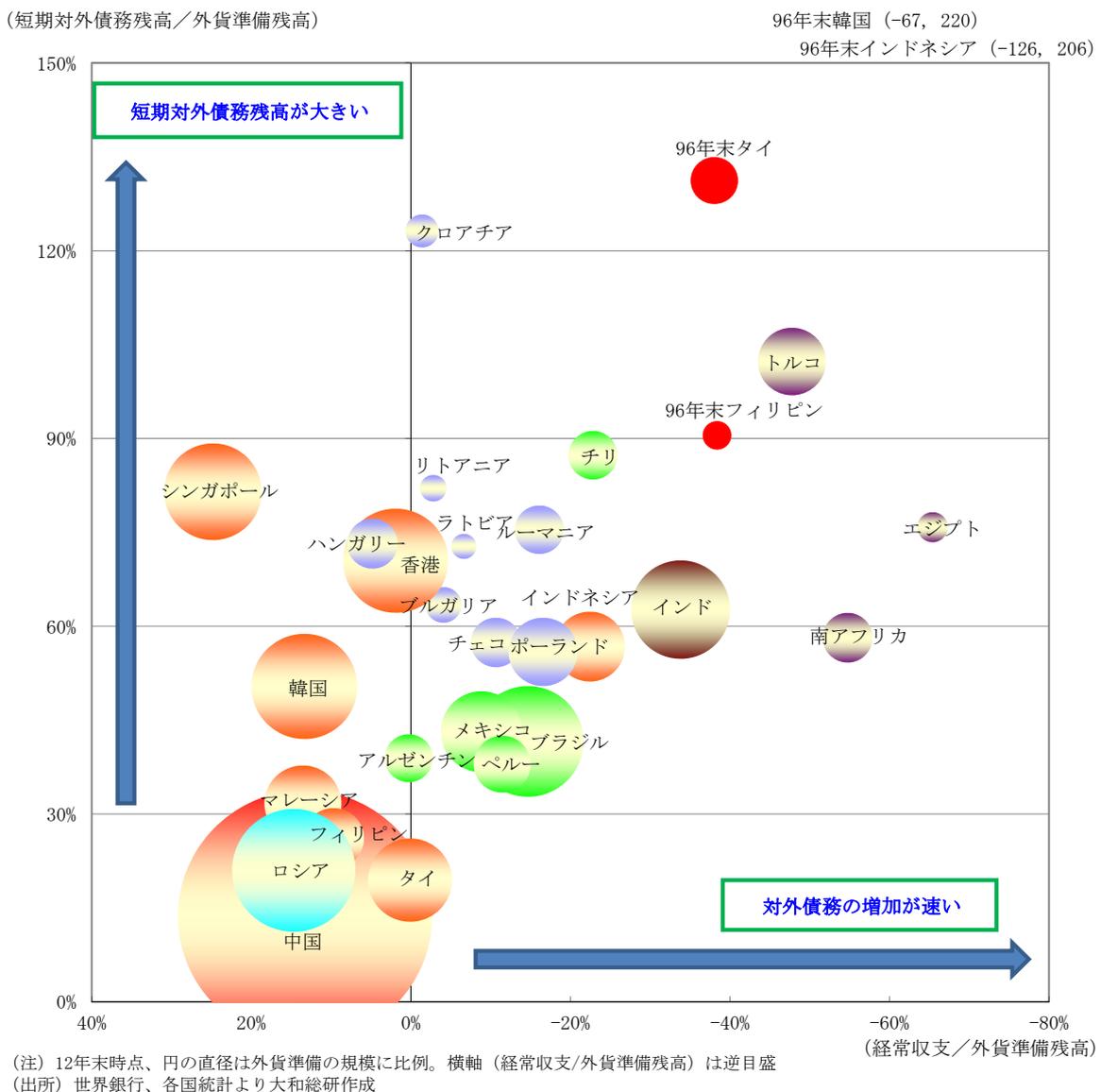
図表 3-2-5 FF ターゲットの推移と過去の危機の発生時期



(出所) 連邦準備理事会資料より大和総研作成

この点を鑑みて、図表 3-2-6 は新興各国・地域の、外貨準備残高に対する短期対外債務残高（縦軸）と経常収支（横軸）の比率を示している。ここで対外債務残高は公的部門のみならず民間部門も含めた数値であり、これに対応するのは外貨準備のみではなく、国全体としての対外流動資産である。しかし政策による対応能力を測る上で外貨準備残高は決定的な意味を持つことや、容易に把握可能な数値として市場の注目度が高いことを踏まえれば、これらの指標を確認することは重要な意味を持つ。図表 3-2-6 を確認すると、通貨危機が発生した 1997 年のアジア諸国に比べると総じて新興各国・地域は健全な状態を維持しているものの、一部の国において外貨準備残高に対し高水準の短期対外債務残高と経常収支赤字が見られる点には留意が必要であろう。

図表 3-2-6 短期対外債務と経常収支の対外貨準備比



(補論) デカップリング論の再来とその本質

<要約>

ポイント：先進国の好調と新興国の不調は、数年間という単位で構造的に発現していく

- ・ 予測期間の前半においては先進国の金融政策が引締めに向かう中で新興国経済が弱含み
- ・ 予測期間の後半においては先進国の金融政策が安定する中で新興国経済が実力に見合った成長を達成する見通し

今回予測において、世界経済成長率の見通しを下方修正している。下方修正の主因は新興国の成長見通しの下方修正である。新興国の成長見通しの下方修正は IMF などの機関でも行われているが、他方で米国を中心として先進国は順調な景気回復・成長を維持すると見込まれており、こうした先進国と新興国のパフォーマンスの差異から、いわゆる「デカップリング論」的な評価が一部で再浮上し始めている。

以前に「デカップリング論」が隆盛したのは 2007～09 年頃であり、当時は先進国不調、新興国好調という、現在とは逆の形で景気の方角感の差異が確認された。しかし当時も盛んに指摘されたことであるが、こうした先進国と新興国の景気循環のずれは、両者の間にある経済の相互関係が薄まっている結果では決してない。むしろ先進国と新興国の間に存在する強力なリンケージの帰結である。そしてこの構図は現在も変わらない。乱暴な言い方をしてしまえば、前回「先進国経済が不調だからこそ新興国経済が好調」だったわけであり、今回は「先進国経済が好調だからこそ新興国経済が不調」なのである。

この一見逆説的に見える現象を整理しよう。図表 3-2-7 のように、世界経済の景気循環は 4 つの局面に分解して捉えることができる。議論の基点として、先進国・新興国ともに安定的に成長している局面を第 1 局面と定義する。この第 1 局面から、先進国経済が減速に向かうケースを考える。この減速の要因はさまざまであり、戦争などの外的ショックがあれば、景気過熱を抑制するために高水準に設定された政策金利によるものもあるが、リーマン・ショックのように過去の緩和的な金融政策の結果として発生したバブル経済の崩壊によるものもある。

先進国経済の減速は、世界経済の景気循環を第 2 局面へと移行させる。この局面において、先進国では経済の立て直しを企図して緩和的な金融政策が採用される。しかし景気減速により期待収益率が低下する中、金融市場に供給された流動性は先進国には還流しにくい。代わりに高い利回りを求めて新興国への資金流入が加速する。この資金流入は新興国通貨に対して増価圧力をもたらすが、これに対して新興国の通貨当局は、為替市場の安定や自国産業の保護を目的として自国通貨売り介入で対応する。結果として先進国からの資金流入と非不胎化介入の両建てで、新興国における金融環境はきわめて緩和的となる。このことが、前回（2007～09 年）にも見られたような「先進国経済が不調な中で新興国経済は好調」という一見デカップリング的な現象が発生する原因である。

この第 2 局面を経て先進国経済の減速は収束し、世界経済の循環は第 3 局面に移行する。先進国経済の回復は、緩和的な金融政策や先進国通貨の実質的減価、ストック調整など先進国由

来の要因によってのみならず、新興国経済加速の波及効果や、介入により膨張した新興国の外貨準備が先進国の国債に還流したことによる長期金利の低下など、新興国由来の要因によりもたらされる。この局面に至って新興国経済は過熱し、広義のインフレーションの抑制等を目的として金融引締めを開始する新興国が現れ始める。しかし先進国の金融政策が緩やかな中での金融引締めはイールド格差を拡大させ先進国から新興国への資金流入を助長するため、引締めの効果は減殺される。

新興国経済の減速は、むしろ先進国の金融引締めによって本格化する。先進国経済が加速に転じ、金融政策が引締め方向に転換する第4局面に入ると、先進国における期待収益率が上昇し、新興国への資金流入が細る。これは景気過熱に伴う経常収支の悪化と相俟って新興国通貨に対して減価圧力をもたらし、対外債務負担の実質的拡大とインフレーションの加速を抑制するために新興国の通貨当局は自国通貨買い介入を実施する。結果として第2局面とは正反対に、新興国における金融環境は大きく引締めへと転換することになる。このメカニズムを通じて今般発生しているような「先進国経済が好調な中で新興国経済は不調」というデカップリング的な現象が発生する。今回新興国経済の減速の端緒となったのは、2013年5月の米国議会証言においてバーナンキFRB議長がQE3による資産買入れ規模の縮小に言及したことであり、それを受けた米国国債金利の急騰であった。

以上のように、先進国と新興国の間で見られる景気循環局面の差異は、両者の金融面における強いリンケージにより生じてきた。これを踏まえながら今後を展望すると、先進国の好調と新興国の不調は、数年間という単位で構造的に発現していく蓋然性が高い。FRBが金融市場に配慮する姿勢を示していることやイエレン新議長がハト派とみられることなど、短期的には先進国（米国）の金融引締めに伴う新興国経済の減速懸念は後退している。しかし米国をはじめ先進国経済が順調に拡大へ向かうとの見通しに立てば、遅かれ早かれ先進国の金融政策は転換に向かい、世界経済の景気循環は第4局面の色彩を強めていくだろう。そしてこの局面は、再び先進国経済が成熟・安定し、第1局面へと回帰するまで継続するとみられる。こうした見通しに立ち、予測期間の前半においては先進国の金融政策が引締めに向かう中で新興国経済が弱含み（第4局面）、予測期間の後半においては先進国の金融政策が安定する中で新興国経済が実力に見合った成長を達成するとの前提を立てた。

図表 3-2-7 世界経済の景気循環

	第1局面	第2局面	第3局面	第4局面	第1局面
先進国経済	安定（拡張）	減速	低位安定（回復）	加速	安定（拡張）
金融政策	安定（高金利）	緩和	安定（低金利）	引締め	安定（高金利）
新興国経済	安定（拡張）	加速	高位安定	減速	安定（拡張）
		前回の「デカップリング」 (2008 - 09)		今回の「デカップリング」 (2013 -)	
		世界経済の循環			

（出所）大和総研作成

(3) 円安・海外経済回復の中でも輸出が伸びない5つのリスク

<要約>

ポイント：①：5つの構造的要因から、円安・海外好調の下でも輸出数量は伸びにくい

- ・ ①輸出先の設備稼働率の水準が低い
- ・ ②日本企業の Pricing to Market 行動
- ・ ③日本企業のマークアップの優先
- ・ ④為替レートの見通しに対する不透明感
- ・ ⑤海外生産移転に伴う輸出減少

ポイント：②：過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に

- ・ ①と④は輸出数量増加のタイミングを後ずれさせる要因にすぎない
- ・ ②と③は円高局面における耐久力の上昇として評価しうる
- ・ ③は企業収益の改善を通じて、従来と異なる経路から国内景気を押し上げる
- ・ ⑤が長期的に日本経済に与える悪影響は深刻。国内産業空洞化に対する対策が不可欠

円安と海外経済の拡大は、日本経済にとって強力な追い風となることが期待されている。円安と海外経済の拡大が輸出数量の増加につながり、これが国内生産を引き上げ、雇用と設備投資を活性化させ、内需の好循環を通じ裾野の広い経済活動の拡大へとつながっていくことが期待されるためである。こうした波及効果は過去の日本経済においては有意に確認されており、本予測に用いているマクロモデルにも反映させている。しかし2013年を振り返ると、海外経済の回復・拡大と並行して著しい円安が生じたにもかかわらず、輸出・生産・設備投資の伸びは弱い。本節ではこの矛盾の背景で構造的な変化が生じている可能性を指摘し、リスクシミュレーションを行って代替シナリオを提示する。

円安と海外経済の回復が並行する中で輸出数量が伸びない理由としては、①輸出先の設備稼働率の水準が低いこと、②日本企業の Pricing to Market 行動、③日本企業のマークアップ（粗利益率）の優先、④為替レートの見通しに対する不透明感、⑤海外生産移転に伴う輸出減少、の5つが考えられる。短期的には、いずれの要因も輸出数量の伸びを抑制し、国内生産・設備投資・雇用の抑制を通じて日本経済全体の重石となる。

①と④は輸出数量増加のタイミングを後ずれさせる要因であり、円安と海外経済の拡大が続く限り、その効果はいずれ発現する。発現の条件は輸出先の設備稼働率の上昇と円安期待の醸成である。②と③は輸出数量の為替感応度低下要因であり、円高局面における耐久力の上昇として評価しうる。また、③は輸出数量が伸び悩む中でもマークアップの改善を通じて企業収益を改善させる要因である。企業収益の改善が賞与の増加や株価上昇による資産効果につながれば、国内消費の増加要因となる。従って円安が日本経済を改善する効果は、従来と異なった経路で発現する。注意が必要なのは⑤である。これはトレンドとしての構造変化であり、足下の冴えない輸出動向を説明する力は低い。しかし今後の日本経済に与える悪影響は他の仮説に基づくシナリオと比べて深刻である。長期的な国内産業空洞化に対する対策が不可欠となろう。

1. 円安・海外回復で輸出が伸びない5つのリスク

海外回復でも輸出が伸びないリスク

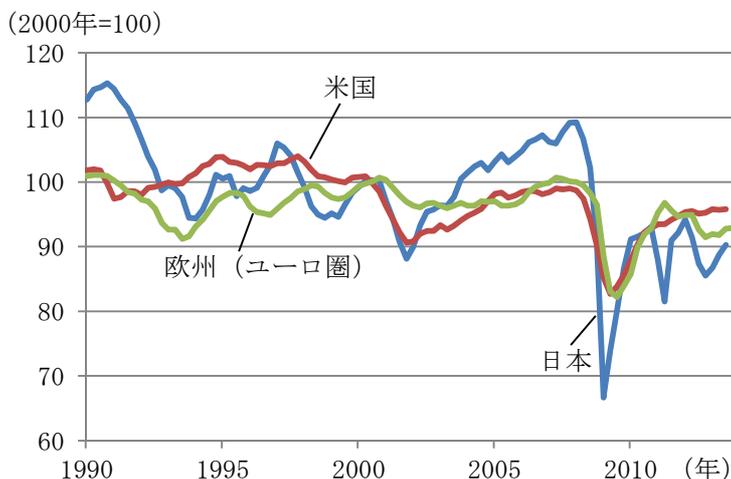
① 輸出先の設備稼働率の水準が低い

まず、海外経済の拡大が輸出数量の増大につながらない背景から考える。まず考えられるのは、輸出先国の設備稼働率が水準として低いため、需要の増大に対して稼働率の上昇によって対応できてしまう（輸入に頼る必要がない）という状況が発生しているという仮説である。また、稼働率が水準として低いということは、設備投資のための需要も伸びにくい状況になるということであり、この点も海外経済の拡大が機械等の資本財の輸出につながりにくくなっている要因として挙げられよう。3.（1）「設備投資循環から探る世界の景気循環」で見たように、設備投資は世界的に循環的な積み増し局面にあるものの、ようやくマイナス成長からプラス圏に回帰した程度であり、足下で需要は強いとは言えない。

以上の論点を踏まえて日米欧の設備稼働率を確認すると、図表 3-3-1 で示すように、リーマン・ショック後の急激な落ち込みから総じて回復傾向にはあるが、以前の水準に比べて必ずしも高い位置にはない。また、米欧以外で日本の主要な輸出先であるアジア地域においても（正確な公表数値を把握することは容易ではないが）、3.（1）「設備投資循環から探る世界の景気循環」で確認したように、中国を中心として、過去の旺盛な資本ストックの積み上げにより設備稼働率が低下している可能性が高い。こうした要因を勘案すると、海外経済の拡大が本格的な輸出数量の増大につながっていくためには、輸出先の国々における設備稼働率が従前の水準にまで回復できるレベルまで需要の拡大が続く必要がある。これによって海外経済の拡大が輸出数量に影響する際のタイムラグが長期化している可能性が指摘される。

ただし中期的に見れば過度の悲観は禁物である。これはあくまで輸出数量増加のタイミングを後ずれさせる要因であり、円安と海外経済の拡大が続く限り、その効果はいずれ発現する。発現の条件は輸出先の設備稼働率の上昇である。

図表 3-3-1 日米欧の設備稼働率



(出所) 経済産業省、欧州委員会、FRBより大和総研作成

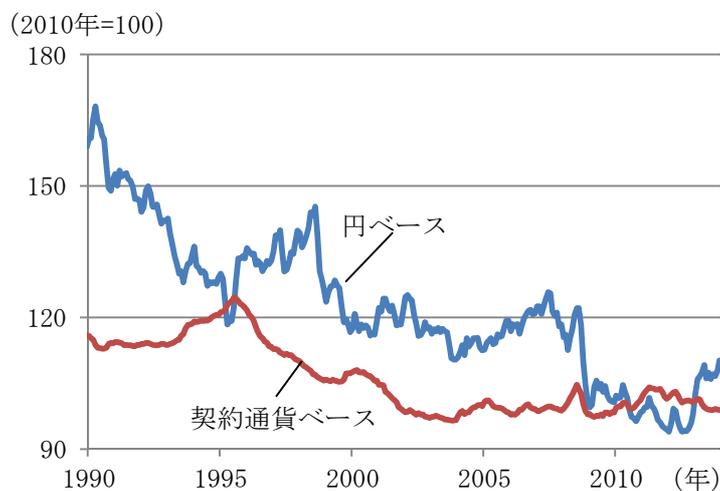
円安でも輸出が伸びないリスク

次に円安の効果について考える。従来は円安局面で輸出数量が増加するという現象が確認されてきたが、この現象が発生するためには二つの前提が必要となる。一つは、円安によって現地通貨建ての販売価格が低下することであり、もう一つは、現地通貨建ての販売価格の低下によって販売数量が増加することである。しかし以下に挙げるような三つの要因によって、これらの前提が成立していない可能性が指摘される。

② Pricing to Market 行動（現地通貨建て価格設定）とヘッジによる為替感応度の低下

一つめの仮説として、日本の輸出企業が、円ベースでの価格設定を（従来と比較して）行っていない可能性が指摘できる。すなわち、輸出財の契約価格が現地通貨建てで設定されており、為替レートの変動によって輸出価格が変化しないという仮説である。従って輸出数量も変化しない。為替レートの変動に合わせて販売価格を逐一動かすことはメニューコストを増大させるし、このような企業行動下では販売数量の見通しを立てにくい。日本企業にとって海外市場が重要性を増す中においてこうした問題への対応の重要性も高まっており、現地市場の需要見通しに合わせて現地通貨建ての価格設定を行う合理性が増していると考えられよう。

図表 3-3-2 輸出物価指数の推移



もちろん、輸出企業が現地通貨で輸出価格を設定する場合、生産・販売コストの一部が円ベースで発生することを踏まえれば、為替レートの変動に応じてマークアップが変動することになる。つまり為替レートの変動に伴う利益率の変動というリスクを輸出企業が抱えることになるわけであり、2012年までの著しい円高局面において、輸出価格を現地通貨建てで設定している企業は、大きく低下したマークアップの下での操業を余儀なくされてきたと考えられる。このような円高局面におけるマークアップの劇的な悪化を回避する上で、「生産・販売コストに占める輸出先現地通貨建て費目を増やすことで為替レート変動から受ける影響を減殺する」、

「為替契約により変動リスクをヘッジする」などの企業行動が合理的となる。こうした企業行動の変化は、プラザ合意後に急激な円高が進む中でも指摘されてきたことであり、2012年までの円高局面でも同様の現象が発生してきた可能性が高い。

こうした構造的な変化が日本の輸出企業の行動に現れているとすれば、円安局面においても輸出数量の増加は、従来よりも小さくなることになる。販売価格が現地通貨建てで設定されているため、円安局面で販売価格が低下せず、従って販売数量が増加しない。また、為替レートの変動に伴うマークアップの変動も抑制されているとすれば、円安局面における企業所得の改善効果も、従来と比較して低下していると考えられる。ただしこれらは為替レートの変動から受ける影響が低下したことの結果であり、裏を返せば、円高局面における輸出数量の減少やマークアップの悪化も、従来よりも小さくなっていると考えられる。

以上の議論に基づき、本予測の代替シナリオとして、「為替レートの変動に対する輸出数量の感応度が従来に比べて半分になっているケース」を想定して、リスクシミュレーションを行った。図表 3-3-3 にその概要を示しているが、メインシナリオに比べて、予測前半における円安局面では輸出数量の伸びは抑制され、予測後半における円高局面では輸出数量の伸び率の低下がマイルドなものにとどまる格好となっている。

図表 3-3-3 リスクシミュレーション（為替感応度低下ケース）

年度	メインシナリオ			輸出感応度低下ケース			標準シナリオとの乖離率（幅）		
	2014-2023	2014-2018	2019-2023	2014-2023	2014-2018	2019-2023	2014-2023	2014-2018	2019-2023
実質GDP（前年比、%）	1.5	1.7	1.3	1.5	1.6	1.4	-0.1	-0.2	0.0
民間最終消費支出	0.7	0.6	0.8	0.7	0.5	0.8	0.0	-0.1	0.0
民間設備投資	3.6	5.0	2.2	3.5	4.5	2.5	-0.1	-0.5	0.3
民間住宅投資	-1.8	-2.4	-1.1	-1.9	-2.6	-1.1	-0.1	-0.1	0.0
公的固定資本形成	0.1	-1.5	1.8	0.2	-1.3	1.7	0.0	0.2	-0.1
政府最終消費	2.0	1.9	2.1	2.0	1.9	2.0	0.0	0.0	-0.1
財貨・サービス輸出	5.3	6.5	4.1	5.0	5.6	4.5	-0.3	-0.9	0.4
財貨・サービス輸入	3.9	3.9	3.9	3.7	3.3	4.2	-0.2	-0.7	0.2
名目GDP（前年比、%）	2.3	2.6	2.0	2.2	2.3	2.0	-0.1	-0.2	0.0
GDPデフレーター（前年比、%）	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.6	-0.1	-0.1	-0.1
国内企業物価（前年比、%）	1.2	1.4	0.9	1.1	1.3	0.8	-0.1	-0.1	-0.1
消費者物価（前年比、%）	1.4	1.6	1.3	1.4	1.5	1.2	-0.1	-0.1	-0.1
コールレート（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10年国債利回り（%）	1.6	1.3	1.9	1.6	1.3	1.9	0.0	0.0	0.0
円ドルレート（¥/\$）	93.9	100.0	87.8	93.7	99.9	87.4	-0.2	0.0	-0.4
経常収支（名目GDP比、%）	2.5	2.6	2.4	2.3	2.4	2.2	-0.2	-0.2	-0.2
名目雇業者報酬（前年比、%）	1.6	1.3	2.0	1.5	1.1	1.9	-0.1	-0.1	-0.1
失業率（%）	3.5	3.6	3.3	3.6	3.7	3.4	0.1	0.1	0.1
労働分配率（雇業者報酬の国民所得比、%）	65.1	65.6	64.7	65.4	65.9	64.8	0.2	0.3	0.2
中央・地方政府 財政収支（名目GDP比、%）	-4.6	-5.2	-4.0	-4.8	-5.5	-4.2	-0.3	-0.3	-0.3
基礎的財政収支（名目GDP比、%）	-3.2	-3.8	-2.6	-3.4	-4.0	-2.8	-0.2	-0.2	-0.2
中央・地方政府債務残高（名目GDP比、%）	240.8	241.8	239.9	244.6	244.2	245.0	3.8	2.4	5.1

（注）期間平均値。財政収支は特殊要因を除く。
（出所）大和総研作成

③ マークアップの優先による為替感応度の低下とタイムラグの長期化

二つめの仮説は、現時点で日本の輸出企業がマークアップの改善を優先しているというものである。単純化して考えれば、企業の粗利益は「マークアップ×数量」で決定される。このため利益を最大化する上ではマークアップを改善する、あるいは数量を改善するという2つの選択肢が考えられる。この利益最大化行動の中で、日本の輸出企業がマークアップの改善を優先しているのではないかという仮説である。

先述したように、2012年までの著しい円高局面において、輸出価格を販売先の通貨建てで設定している企業は、大きく低下したマークアップの下での操業を余儀なくされてきた。とりわけ為替ヘッジなどによる為替変動効果の減殺を行う能力を持たない企業への影響は甚大であったと考えられる。こうした企業は2013年以降の円安によりようやく改善したマークアップを謳歌できる局面にあり、このマークアップを自ら減少させるインセンティブは乏しい。

値下げのインセンティブを減退させている要因は他にも考えられる。一つに、日本企業が得意であるとされる高付加価値品の価格感応度が低い可能性が指摘される。たとえばマークアップを半分に下げようような価格設定を行ったとして、それによって販売数量が2倍以上になるのであれば利潤を増加させることはできない。従って価格感応度が相応に高くない限り、販売価格の引き下げは利益最大化という観点から支持されない。二つめの要因は、海外市場の成長率見通しの低下である。リーマン・ショック以前のように、特に新興国を中心に著しい市場の拡大が見られたような局面においては、足下のマークアップを犠牲にしてでも販売数量を確保し、シェアの拡大を狙うことで将来的な利益を最大化するという企業行動が正当化できた。しかし従前に比べ低い成長見通しの下では、こうした企業行動は正当化されにくい。三つめの要因としては、企業体力の低下が挙げられる。過去の著しいマークアップの悪化の結果として企業体力が低下しているとすれば、仮に上述したような二つの要因がなかったとしても、企業のキャッシュフローが改善するまで、マークアップを保持して企業利益を確保する行動がとられやすいだろう。

これらの議論を踏まえると、為替レートの変動に対する輸出数量の感応度が低下しているのみならず、為替レートの変動が輸出数量に影響する際のタイムラグが長期化している可能性が指摘されうる。

④ 為替レートの見通しに対する不透明感によるタイムラグの長期化

三つめの仮説は、為替レートの見通しが未だ不透明であるために、為替レートの変化が輸出価格および輸出数量に影響する際のタイムラグが長期化しているというものである。過去の円安局面では、相応に長い期間を通じてトレンドとして円安が達成されてきたケースが多い。経済主体の期待はかなりの程度適応的（Adaptive expectation）であり、このようなケースでは円安トレンドの継続、あるいは円安水準の安定を期待することが容易であったと考えられよう。しかし今般の円安はこうしたトレンドを経たものではなく、政権交代（に伴う金融緩和期待）および量的・質的金融緩和を受けて、瞬間的に達成された側面が強い。従って今後この円安がトレンドとして継続する、あるいは現下の為替水準が維持されるかについては、懐疑的な見方が根強い。企業行動を変更する際には説明責任が発生することを踏まえれば、このような状況下で将来の円安を前提とした企業行動の変更は採用されにくいだろう。すなわち、円安を前提として販売価格を引き下げて販売数量の拡大を狙う、あるいは、為替ヘッジを薄くするなどの行動はとりにくい。従って、こうした企業行動の変化が本格的に生じていくためには、トレンドとして円安が続く、あるいは現在の円安水準が一定期間維持される、などの実績を経る必要があるだろう。

この点を踏まえると、為替レートの変動が輸出数量に影響する際のタイムラグが長期化している可能性が指摘されうる。この点を鑑みて、「為替レートの変動が輸出数量に影響する際のタイムラグが従前よりも1年長くなっているケース」を想定して、リスクシミュレーションを行った。図表 3-3-4 にその概要を示している。このシナリオの下では、輸出数量の伸び方はメインシナリオと異なる姿となるものの、タイムラグが長期化したとは言え円安の効果はいずれ発現するとの前提に立っているため、長期で均した成長率はメインシナリオから大きく乖離するわけではない。

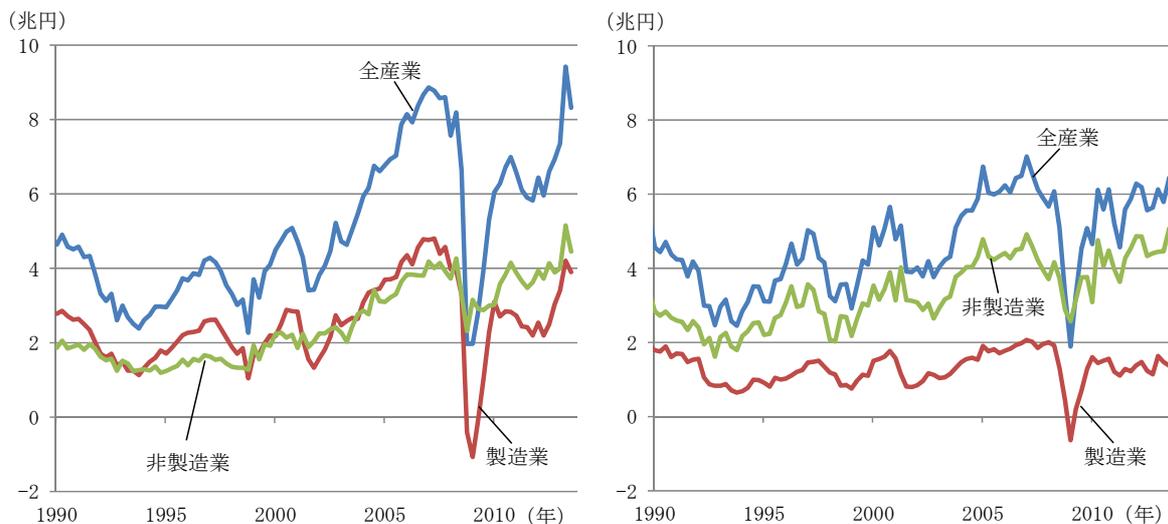
もっとも、輸出数量の反応が短期的に鈍い以上、国内生産の伸びやそれに伴う設備投資・雇用の伸びも後ずれすることになるため、内需への好循環が遅れるという影響も指摘されうる。しかしこの点に関しても、あまり悲観的に捉える必要はないだろう。というのも、輸出数量が伸び悩んでいる背景に、販売数量を伸ばすかわりに販売価格およびマークアップを維持するという日本企業の行動原理が働いているとすれば、販売数量が伸び悩むかわりに企業の利益率は円安の恩恵を受けて高水準を維持することが可能であるためだ。実際、法人企業統計を用いて確認すると、図表 3-3-5 に示すように製造業大企業を中心として足下の企業所得の上昇は著しい。このようにマークアップの改善が企業所得を押し上げる効果は、円安が続く限り、また、上述したような企業行動が続く限り、継続していくだろう。そして企業所得の改善が賃金上昇などの労働分配を通じて家計所得を押し上げ、また、株価の上昇を通じて資産効果を発現させれば、国内消費を増加させる効果を持つだろう。総じて言えば、従来のように円安が輸出数量の増加をもたらして国内生産・投資・雇用を押し上げて内需を増加させる効果が弱まっているかわりに、円安がマークアップを改善することで企業所得・賃金・株価を押し上げて内需を増加させる効果が強まっていると考えられる。すなわち、円安が国内景気を改善する経路が変化しているということである。

図表 3-3-4 リスクシミュレーション（為替ラグ長期化ケース）

年度	メインシナリオ			為替ラグ長期化ケース			標準シナリオとの乖離率（幅）		
	2014-2023	2014-2018	2019-2023	2014-2023	2014-2018	2019-2023	2014-2023	2014-2018	2019-2023
実質GDP（前年比、%）	1.5	1.7	1.3	1.6	1.8	1.4	0.1	0.0	0.1
民間最終消費支出	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6	0.9	0.0	0.0	0.1
民間設備投資	3.6	5.0	2.2	3.8	5.2	2.4	0.2	0.2	0.2
民間住宅投資	-1.8	-2.4	-1.1	-1.7	-2.4	-1.0	0.1	0.0	0.1
公的固定資本形成	0.1	-1.5	1.8	0.1	-1.6	1.8	-0.1	-0.1	-0.1
政府最終消費	2.0	1.9	2.1	2.0	1.9	2.1	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	5.3	6.5	4.1	5.6	6.8	4.4	0.3	0.3	0.3
財貨・サービス輸入	3.9	3.9	3.9	4.2	4.1	4.3	0.2	0.2	0.3
名目GDP（前年比、%）	2.3	2.6	2.0	2.4	2.6	2.2	0.1	0.0	0.2
GDPデフレーター（前年比、%）	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.0	0.0	0.1
国内企業物価（前年比、%）	1.2	1.4	0.9	1.2	1.4	1.0	0.1	0.0	0.1
消費者物価（前年比、%）	1.4	1.6	1.3	1.5	1.6	1.4	0.0	0.0	0.1
コールレート（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10年国債利回り（%）	1.6	1.3	1.9	1.6	1.3	1.9	0.0	0.0	0.0
円ドルレート（¥/\$）	93.9	100.0	87.8	93.9	99.9	87.8	0.0	0.0	0.0
経常収支（名目GDP比、%）	2.5	2.6	2.4	2.5	2.6	2.5	0.1	0.0	0.1
名目雇用者報酬（前年比、%）	1.6	1.3	2.0	1.7	1.3	2.2	0.1	0.0	0.2
失業率（%）	3.5	3.6	3.3	3.4	3.6	3.2	-0.1	0.0	-0.1
労働分配率（雇用者報酬の国民所得比、%）	65.1	65.6	64.7	65.0	65.6	64.4	-0.1	0.0	-0.2
中央・地方政府 財政収支（名目GDP比、%）	-4.6	-5.2	-4.0	-4.4	-5.2	-3.7	0.1	0.0	0.2
基礎的財政収支（名目GDP比、%）	-3.2	-3.8	-2.6	-3.0	-3.8	-2.4	0.1	0.0	0.2
中央・地方政府債務残高（名目GDP比、%）	240.8	241.8	239.9	239.3	241.9	237.1	-1.5	0.1	-2.8

（注）期間平均値。財政収支は特殊要因を除く。
（出所）大和総研作成

図表 3-3-5 日本企業の経常収益（左：大企業、右：中小企業）



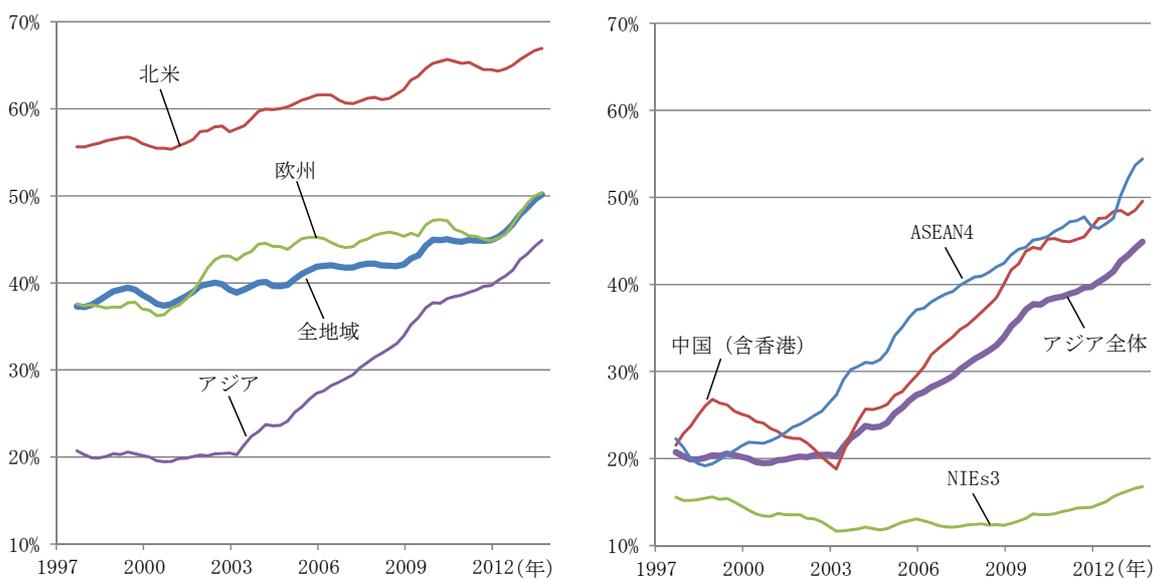
（注）資本金10億円以上、季節調整は大和総研
（出所）財務省資料より大和総研作成

（注）資本金10億円未満

⑤ 海外生産移転に伴う、トレンドとしての輸出減少

以上では円安や海外経済の拡大が輸出数量を増加させる効果が弱まっている、あるいは後ずれしている可能性をしてきた。この他に、企業が生産拠点を海外に移転させている結果として輸出の伸びが抑制されているという側面にも注意しておく必要がある。これはトレンドとしての構造変化であり、足下の冴えない輸出動向を説明する力は低い。しかし今後の日本経済に与える影響は他の仮説に基づくシナリオと比べ大きなものになると考えられ、日本経済の中長期の構造的な変化を見通す上では最も重要な要因である。図表 3-3-6 に示すように、日本企業の海外現地需要に対する現地法人売上比率（現地法人売上（うち自国内向け）÷（輸出＋現地法人売上（うち自国内向け）））は上昇トレンドを辿っている。これは裏を返せば、海外需要に対して海外生産で対応する比率が高まると同時に、輸出で対応する比率が低下しているということである。

図表 3-3-6 海外現地需要に対する現地法人売上比率



(注1) 現地法人売上比率＝現地法人売上（うち自国内向け）／（輸出＋現地法人売上（うち自国内向け））

(注2) NIEsは韓国、シンガポール、台湾。ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ

(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

海外生産比率の上昇の背景としては、海外生産のメリットが強まった（デメリットが弱まった）結果、「水平的分業の深化」と「垂直的分業から水平的分業への移行」が進んでいることが挙げられる。

まず「水平的分業の深化」について考える。水平的分業とは、需要に近接する地点で現地生産を行うことである。この水平的分業のうち代表的なものは、米国向けの輸送機械産業におけるものである。米国向けの輸送機械産業において水平的分業が進んだ背景には、元を辿れば 1980 年代以降の日米貿易摩擦の解消があった。しかし近年において輸送機械産業の米国現地生産が進んでいる要因としては、こうした政治的背景というよりも、水平的分業のデメリットが小さくなってきてきていることが考えられる。水平的分業のデメリットとは、生産活動の分散に伴う規模の経済の喪失（工場建設の固定費用など新たなコストの発生）である。しかし現地生産の進展や部品等のサプライヤーの現地進出に伴う産業の蓄積を経て、この規模の経済喪失というデメリットは従前と比較して小さくなっていると考えられる。この観点に立てば、輸送機械など貿易コストの高い産業を中心として水平的分業が今後も進み、輸出を代替する形で現地生産の比率が高まっていく可能性が指摘されよう。

次に「垂直的分業から水平的分業への移行」について考える。垂直的分業とは、生産コストの差異を利用して工程間分業を行うことである。この垂直的分業のうち代表的なものは、アジア向けの電気機械産業におけるものである。垂直的分業のメリットとしては生産コスト（労働コスト、法人税、間接税など）の節約が挙げられる。アジア地域における労働コストと法人税率などの各種税率は、日本と比べ総じて圧倒的に低い。他方、デメリットとしては、生産工程を分割した結果として発生する追加的な貿易コストや、生産工程間の統合の経済の喪失などが挙げられるが、2001 年に中国が WTO に加盟したことを受け、貿易コストは低下した。こうした要因を受け、中国の WTO 加盟を一つの契機としてアジア地域における垂直的分業が進む中で生産コストの差異が再認識され、コスト管理面における合理化が国際的に進められてきた。

しかしアジア地域における日本企業による直接投資の増加要因は、この垂直的分業の進展に伴う生産代替だけにとどまらない。図表 3-3-6（左）で確認したように海外現地法人の売上比率は各地域で上昇に向かっているが、中でもとりわけ急激な上昇を示しているのがアジア地域における現地売上比率である。これはすなわち、現地需要に対しても、輸出ではなく現地生産で対応する流れが強まっていることを示しており、換言すれば、垂直的分業だけでなく、水平的分業も急速に進展していることを示している。

この水平的分業の進展の背景としては、アジアにおける現地生産が急速に進む中で産業蓄積が進んだ結果、現地需要に対して輸出で対応するよりも現地生産で対応する方がコスト面で合理的になってきている可能性が指摘される。また、最終財の加工組み立てなど労働集約的な川下工程のみならず、中間財など比較的川上の工程においても現地生産の競争力が高まっている可能性も指摘される。この点を踏まえつつ、アジア地域における海外現地法人の売上比率をさらに分解した図表 3-3-6（右）を見てみよう。中国や ASEAN 諸国で現地法人売上比率が急速に上昇している一方、NIEs 諸国においては現地法人売上比率が低位にとどまっており、生産コスト

の低い国への垂直的分業を志向した現地生産が進んだ結果、産業蓄積が進み、現地生産の比較優位が高まり、水平的分業を志向した現地生産も進展していることが示唆されている。

以上の議論において指摘してきたような「水平的分業の深化」と「垂直的分業から水平的分業への移行」の結果として、輸出の伸びがトレンドとして構造的に抑制されてきた可能性が考えられ、また、これらのトレンドの背景となったと考えられる海外生産拠点における産業蓄積の進展は今後も進んでいく蓋然性が高い。この点を鑑みて、「輸出数量の伸びがトレンドとして毎年1%ずつ低下するケース」を想定して、リスクシミュレーションを行った。図表 3-3-7 にその概要を示している。このシナリオの下での輸出数量の伸びはメインシナリオに比べ毎年低下していくことになり、国内生産を底上げする効果も低下するため、輸出のみならず国内設備投資・民間消費を減退させる結果、総体としての成長率も低く抑制されてしまうことになる（ただし後述するように海外現地生産の進展は輸出を減少させる一方で海外からの所得受取を増加させる要因となるが、本シミュレーションにおいてこの効果は織り込まれていないため、実際の悪影響は本シミュレーションより軽微なものとなる可能性には注意が必要である）。長期的な国内産業空洞化に対する対策が不可欠となろう。

図表 3-3-7 リスクシミュレーション（輸出トレンド低下ケース）

年度	メインシナリオ			輸出トレンド低下ケース			標準シナリオとの乖離率（幅）		
	2014-2023	2014-2018	2019-2023	2014-2023	2014-2018	2019-2023	2014-2023	2014-2018	2019-2023
実質GDP（前年比、%）	1.5	1.7	1.3	1.3	1.6	1.1	-0.2	-0.2	-0.2
民間最終消費支出	0.7	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6	-0.1	-0.1	-0.1
民間設備投資	3.6	5.0	2.2	3.0	4.4	1.6	-0.6	-0.6	-0.6
民間住宅投資	-1.8	-2.4	-1.1	-2.0	-2.5	-1.4	-0.2	-0.1	-0.2
公的固定資本形成	0.1	-1.5	1.8	0.4	-1.3	2.1	0.3	0.2	0.3
政府最終消費	2.0	1.9	2.1	2.0	1.9	2.0	0.0	0.0	-0.1
財貨・サービス輸出	5.3	6.5	4.1	4.2	5.5	3.0	-1.1	-1.0	-1.1
財貨・サービス輸入	3.9	3.9	3.9	3.1	3.3	3.0	-0.8	-0.7	-0.9
名目GDP（前年比、%）	2.3	2.6	2.0	2.0	2.3	1.6	-0.3	-0.2	-0.4
GDPデフレーター（前年比、%）	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.5	-0.1	-0.1	-0.2
国内企業物価（前年比、%）	1.2	1.4	0.9	1.0	1.3	0.7	-0.2	-0.1	-0.3
消費者物価（前年比、%）	1.4	1.6	1.3	1.3	1.5	1.1	-0.1	0.0	-0.2
コールレート（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10年国債利回り（%）	1.6	1.3	1.9	1.6	1.3	1.9	0.0	0.0	0.0
円ドルレート（¥/\$）	93.9	100.0	87.8	93.7	100.0	87.5	-0.2	0.0	-0.3
経常収支（名目GDP比、%）	2.5	2.6	2.4	2.2	2.4	2.0	-0.3	-0.2	-0.4
名目雇用者報酬（前年比、%）	1.6	1.3	2.0	1.4	1.2	1.7	-0.2	-0.1	-0.4
失業率（%）	3.5	3.6	3.3	3.6	3.7	3.5	0.2	0.1	0.2
労働分配率（雇用者報酬の国民所得比、%）	65.1	65.6	64.7	65.6	65.9	65.3	0.4	0.3	0.6
中央・地方政府 財政収支（名目GDP比、%）	-4.6	-5.2	-4.0	-5.0	-5.4	-4.6	-0.4	-0.2	-0.6
基礎的財政収支（名目GDP比、%）	-3.2	-3.8	-2.6	-3.6	-4.0	-3.2	-0.4	-0.2	-0.6
中央・地方政府債務残高（名目GDP比、%）	240.8	241.8	239.9	245.9	243.6	248.0	5.1	1.8	8.1

（注）期間平均値。財政収支は特殊要因を除く。
（出所）大和総研作成

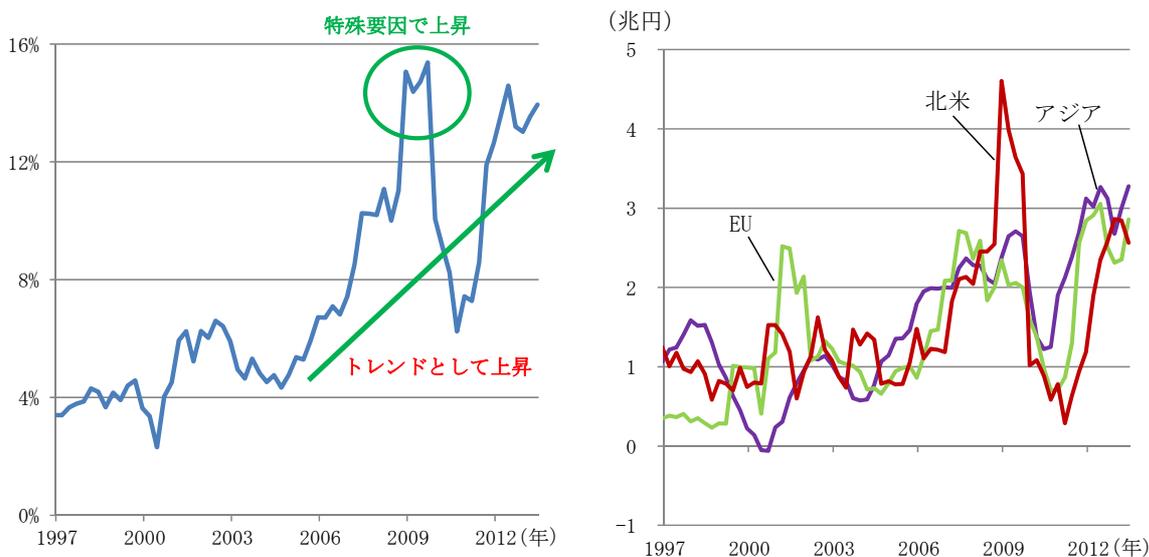
2. 海外生産移転が国内設備投資に与える影響

以上で議論してきたように、先進国における水平的分業の進展とアジアにおける垂直的分業と水平的分業の双方の進展を背景として、日本企業の海外現地生産比率は上昇している。これは新規の設備投資の取り分が、国内から海外へシフトしていることをも示唆している。

図表 3-3-8 は対外直接投資が日本企業の投資総額（対外直接投資額＋国内民間企業設備投資）に占める比率を示したものである。2008 年の邦銀による米国金融機関への巨額出資や、リーマン・ショック後の落ち込みなど特殊要因に伴う変動はあるが、全体的なトレンドとしては 2000 年代後半以降に大きく比率が上昇していることが確認できる。2000 年代前半の円高局面にはせいぜい約 7%にすぎなかったこの比率は、足下では約 14%にまで高まっている。実額を見ても、国内の民間企業設備投資は 2002 年の 64.5 兆円から 2012 年の 62.7 兆円へと 1.8 兆円減少しているのに対し、対外直接投資額は同期間に 4.0 兆円から 9.8 兆円へと 5.8 兆円増加した。

海外現地生産の進展により輸出の伸びが抑制されるという状況が今後も続くのであれば、国内生産の伸び悩みから国内における設備投資も抑制されていく可能性が高い。このシナリオが発現した場合、海外部門の好調が内需の成長を後押しするような経路は従前よりも小さなものにとどまってしまうだろう。もっとも、海外現地生産の進展は輸出を減少させる一方で海外からの所得受取を増加させる要因となる。問題はこのメリットとデメリットのいずれが大きいかという点にあり、実証的な判断が必要となるし、先行研究ではいずれを支持するものも存在する。しかしデメリットは国内設備投資の減少のみならず、後述するような雇用への悪影響も含まれるため、常識的に考えれば海外現地生産のシフトによる悪影響が好影響よりも小さいとするとの主張は分が悪いだろう。

図表 3-3-8 対外直接投資比率（左）と対外直接投資の地域別内訳（右）



(注) 対外直接投資比率＝対外直接投資額／（対外直接投資額＋国内民間企業設備投資）
 (出所) 財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成。4四半期移動平均値

3. 海外生産移転が国内雇用に与える影響

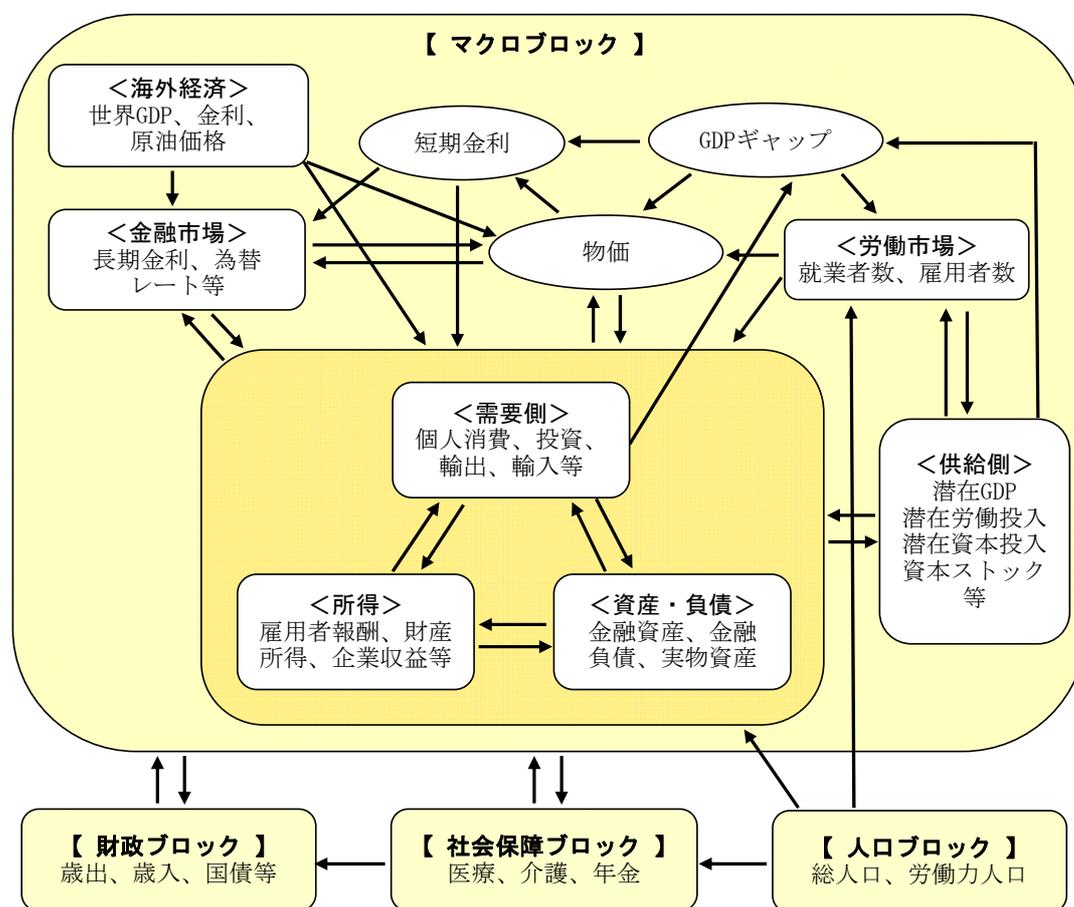
海外生産の進展そのものは、労働移動の円滑性を前提とすれば、利潤率や生産性の上昇を通じて国民所得を改善させうるものである。というのも利潤率の低い資本豊富国から利潤率の高い労働豊富国へと生産がシフトするのであれば、自国の雇用者報酬の減少を上回って企業収益が増加するためである（ただしこの前提として、海外生産の進展により余剰となった労働力は、国内資本に結びつく形で移動する）。また、生産性の低い企業が生き残れず退出しても、そこで働いていた労働者がより生産性の高い企業に再雇用されることで、国民所得が改善する。しかしこれらはあくまで部門間の労働移動が円滑に進むことが前提である。失業者の再就職に相応の時間を要することや、国内企業活動の資本集約化が進む場合、労働市場においてスキルミスマッチが生じることから、雇用に悪影響が発生し、理論が示唆するような国民所得改善の恩恵を受けられない可能性がある。

従って海外生産の進展が日本経済に及ぼしうる悪影響の根本的な解決方法は、労働移動の円滑化にある。この点に鑑みると、労働集約的部門の外部化が進む中、海外生産の管理や経営企画、研究開発などの本社機能を担う人材の育成と、これらの部門における雇用吸収力の改善が本質的な課題となる。長期的な成長を視座に立ち、こうした成長戦略が発現することを期待したい。また、中期的な視座に立てば、海外生産の進展に伴う悪影響を軽減する上で、法人税率の引下げや投資減税などの政策は、コスト競争力を回復させることから一定の効果を持つことが期待される。垂直的分業の中心となっているアジア諸国と対抗する上では、法人税率を例えば20%台まで引き下げる必要があるだろう。

4. モデルの概説とシミュレーション

大和中期マクロモデルは約 1,700 本の方程式（うち推計式が約 70 本）と約 2,200 個の変数（うち外生変数が約 500 個）から構成されている。モデルの概念図は図表 4-1 の通りである。例えば、実質 GDP が変化すると潜在 GDP から導き出される GDP ギャップが変化し、それが物価や短期金利に影響を与える。さらにその影響が金融市場などへ副次的に波及するといった形で各変数の予想値が作成される。海外経済や人口動態は外生的に作成しており、一例を挙げると世界 GDP の将来値には IMF や大和総研の予想を反映させている。また、主に需要項目には、短期的な変化に対して説明力の高い変数（個人消費であれば雇用者報酬など）だけでなく、経済理論に基づいた長期的均衡へ収束しようとする力を推計式に取り入れている。

図表 4-1 大和中期マクロモデルの概念図



(出所) 大和総研作成

以下では大和中期マクロモデルを用いて、(1) 消費税率を 1%pt 引き上げた場合、(2) 輸入原油価格が 10%上昇した場合、(3) ドル円レートが 10%増価した場合、(4) 長期金利が 1%pt 上昇した場合、の 4 つシナリオが顕在化した場合に、日本経済へどのような影響をもたらすのかをシミュレーションした。図表 4-2 はその結果をまとめたものである。結果を解釈するにあたって、いくつか留意点がある。

まず、各シナリオの影響は推計期間を通じて継続している。例えば、一度引き上げられた消費税率はその後同じ税率で推移し、輸入原油価格の 10%の上昇は標準シナリオの各年の見通しをそれぞれ 10%上昇させている。なお、図表に掲載されている数値は各項目への影響度を表しており、標準シナリオ（各シナリオが発現しなかった場合）との乖離率としている。例えば、図表の中で消費税率 1%pt の引き上げによって実質 GDP の影響が 1 年目で▲0.21%、2 年目で▲0.30%とあるが、これは消費税率を引き上げた年の実質 GDP が引き上げなかった場合に比べて 0.21%下回り、2 年目では 0.09%pt 下回った（▲0.30%-▲0.21%）と解釈できる。金利や対名目 GDP 比の項目については乖離率ではなく乖離幅を掲載している。

次に、上記の 4 つのシナリオが顕在化する時期は、短期金利が十分にプラスのときに設定している。現在の短期金利はゼロであり、仮にその状況下で経済に負のインパクトがかかれば、短期金利が低下しない分だけ悪影響が大きくなる。本シミュレーションでは短期金利に低下余地がある状況で試算しているため、経済に負のインパクトがかかると、同時に短期金利の引き下げによって長期金利が低下し、円安や投資の増加といった景気浮揚効果が生じている。

最後に、各シミュレーションの結果を定数倍して任意に条件を変更しても結果に大きな違いは生じない。例えば、消費税率の引き上げ幅を 1%pt ではなく 5%pt として実際にシミュレーションすると、2 年目の実質 GDP の乖離率は▲1.46%となる。これは、図表 4-2 の (1) の 2 年目の乖離率を 5 倍した値（▲0.30%×5＝▲1.50%）に近い結果である。従って、シミュレーション結果を知りたい条件に合わせて定数倍することで、实体经济への影響をある程度把握することができる。

図表 4-2 シミュレーション結果

(1) 消費税率を1%pt引き上げた場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.21	-0.46	0.00	0.05	-0.36	0.35	0.00	-0.57	0.40	0.61	-0.08	-0.14
2年目	-0.30	-0.49	-0.35	0.03	-0.29	0.51	0.00	-0.43	0.32	0.62	-0.10	-0.19
3年目	-0.32	-0.54	-0.57	-0.22	-0.08	0.56	0.02	-0.30	0.25	0.57	-0.11	-0.21
4年目	-0.35	-0.61	-0.70	-0.39	-0.04	0.62	0.07	-0.36	0.15	0.50	-0.12	-0.23
5年目	-0.36	-0.67	-0.75	-0.39	-0.06	0.62	0.12	-0.41	0.06	0.42	-0.13	-0.23
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.03	0.12	0.72	-0.10	-0.05	0.09	0.34	0.33				
2年目	0.06	0.28	0.71	-0.15	-0.08	0.08	0.42	0.41				
3年目	0.07	0.46	0.66	-0.20	-0.12	0.07	0.42	0.40				
4年目	0.07	0.57	0.60	-0.22	-0.12	0.09	0.42	0.39				
5年目	0.07	0.62	0.53	-0.22	-0.13	0.11	0.42	0.38				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

(2) 輸入原油価格が10%上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.07	0.01	0.00	-0.30	-0.10	0.11	0.00	0.06	-0.42	-0.35	-0.02	-0.04
2年目	-0.13	-0.10	0.31	-0.67	0.08	0.21	-0.02	-0.12	-0.55	-0.42	-0.05	-0.08
3年目	-0.19	-0.22	-0.11	-0.78	0.15	0.28	-0.01	-0.23	-0.68	-0.48	-0.09	-0.11
4年目	-0.25	-0.30	-0.37	-0.87	0.09	0.37	0.04	-0.29	-0.80	-0.55	-0.12	-0.14
5年目	-0.30	-0.35	-0.43	-0.98	0.05	0.41	0.10	-0.37	-0.92	-0.63	-0.15	-0.15
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.01	-0.01	0.05	0.01	0.00	-0.44	-0.18	-0.18				
2年目	0.02	0.10	0.00	-0.06	-0.03	-0.46	-0.23	-0.22				
3年目	0.03	0.32	-0.06	-0.18	-0.10	-0.42	-0.24	-0.23				
4年目	0.04	0.48	-0.13	-0.21	-0.12	-0.39	-0.23	-0.22				
5年目	0.05	0.57	-0.20	-0.23	-0.13	-0.38	-0.24	-0.23				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

(3) ドル円レートが10%増価した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.31	-0.03	-0.33	-1.18	0.00	0.53	-2.07	-1.32	-0.34	-0.03	-0.11	-0.20
2年目	-0.65	-0.06	0.05	-1.59	-0.04	1.04	-3.04	-1.38	-0.72	-0.07	-0.25	-0.40
3年目	-1.09	-0.13	0.27	-1.73	0.00	1.81	-3.51	0.39	-1.26	-0.18	-0.44	-0.66
4年目	-1.30	-0.22	0.36	-1.87	0.07	2.13	-3.76	0.87	-1.67	-0.38	-0.53	-0.77
5年目	-1.36	-0.29	0.32	-1.80	0.05	2.18	-3.87	1.18	-1.98	-0.63	-0.57	-0.79
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.03	-10.00	-0.03	-0.17	-0.10	-0.18	-0.11	-0.11				
2年目	0.10	-10.00	-0.07	-0.32	-0.18	-0.30	-0.20	-0.20				
3年目	0.18	-10.00	-0.16	-0.63	-0.36	-0.64	-0.35	-0.34				
4年目	0.23	-10.00	-0.35	-0.78	-0.44	-0.73	-0.39	-0.40				
5年目	0.25	-10.00	-0.57	-0.85	-0.48	-0.80	-0.38	-0.40				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

(4) 長期金利が1%pt上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.06	0.00	0.00	-0.58	-0.03	0.10	0.00	-0.12	-0.04	0.02	-0.02	-0.04
2年目	-0.32	-0.34	-1.56	-2.50	0.02	0.52	0.45	-0.92	-0.32	0.01	-0.13	-0.20
3年目	-0.54	-0.63	-2.68	-3.49	0.07	0.76	0.95	-1.18	-0.62	-0.07	-0.26	-0.29
4年目	-0.59	-0.88	-3.26	-3.67	0.07	0.69	1.42	-1.41	-0.79	-0.20	-0.34	-0.25
5年目	-0.57	-1.08	-3.58	-3.75	-0.01	0.45	1.82	-1.68	-0.90	-0.34	-0.40	-0.17
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.01	2.33	0.01	-0.02	0.99	-0.06	-0.23	-0.22				
2年目	0.04	4.06	0.02	-0.14	0.92	-0.05	-0.54	-0.49				
3年目	0.08	5.53	-0.03	-0.29	0.84	0.12	-0.69	-0.57				
4年目	0.08	6.58	-0.13	-0.38	0.78	0.26	-0.76	-0.55				
5年目	0.06	7.17	-0.24	-0.36	0.80	0.40	-0.78	-0.49				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

【経済社会研究班レポート】

- 「今後 10 年の世界経済と日本経済—日本経済中期予測（2014 年 2 月）第 1 章」（2014 年 2 月 19 日）近藤智也・溝端幹雄・小林俊介
- 「アベノミクスの 2 年目の評価と課題—日本経済中期予測（2014 年 2 月）第 2 章」（2014 年 2 月 19 日）溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司
- 「世界経済の変調と日本経済—日本経済中期予測（2014 年 2 月）第 3 章・第 4 章」（2014 年 2 月 19 日）小林俊介・神田慶司
- 「日本経済中期予測（2014 年 2 月）解説資料 ～ 牽引役不在の世界経済で試される日本の改革への本気度～」（2014 年 2 月 18 日）近藤智也・溝端幹雄・小林俊介
- 「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」（2014 年 2 月 6 日）小林俊介
- 「円安・海外好調でも輸出が伸びない 5 つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」（2014 年 2 月 6 日）小林俊介
- 「今後 10 年間の為替レートの見通し—5 年程度の円安期間を経て再び円高へ。3 つの円高リスクに注意。」（2014 年 2 月 6 日）小林俊介
- 「日本経済中期予測（2014 年 2 月）—牽引役不在の世界経済で試される日本の改革への本気度」（2014 年 2 月 5 日）近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司
- 「消費税増税と低所得者対策—求められる消費税の枠内にとどまらない制度設計」（2014 年 1 月 20 日）鈴木準・神田慶司
- 「安倍政権の成長戦略の要点とその評価—三本目の矢は本当に効くのか？」（2014 年 1 月 20 日）溝端幹雄
- 「診療報酬プラス改定後、効率化策に期待—持続可能な医療のためには大胆かつ積極的な効率化策が必要となろう」（2014 年 1 月 15 日）石橋未来
- 「米国の医療保険制度について—国民皆保険制度の導入と、民間保険会社を活用した医療費抑制の試み」（2013 年 12 月 16 日）石橋未来
- 「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」（2013 年 10 月 25 日）小林俊介
- 「「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴—事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎ越え」は困難か」（2013 年 10 月 16 日）小林俊介
- 「これで社会保障制度改革は十分か—「木を見て森を見ず」とならないよう財政健全化と統合的な改革を」（2013 年 10 月 11 日）神田慶司
- 「来春の消費税増税後の焦点—逆進性の問題にどう対処すべきか」（2013 年 9 月 20 日）神田慶司
- 「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（前編）—シミュレーションに基づく定量的分析」（2013 年 9 月 9 日）小林俊介

- 「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（後編）—グローバルマネーフローを中心とした定性的検証」
（2013 年 9 月 9 日）小林俊介
- 「超高齢社会医療の効率化を考える—IT 化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」（2013 年 8 月 15 日）石橋未来
- 「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」（2013 年 8 月 15 日）小林俊介

- 「成長戦略と骨太の方針をどう評価するか—新陳代謝と痛みを緩和する「質の高い市場制度」へ」
（2013 年 7 月 25 日）溝端幹雄
- 「超高齢日本の 30 年展望—持続可能な社会保障システムを目指し挑戦する日本—未来への責任」
（2013 年 5 月 14 日）鈴木準・近藤智也・溝端幹雄・神田慶司
- 「エネルギー政策と成長戦略—生産性を高める環境整備でエネルギー利用の効率化と多様化を」
（2013 年 2 月 6 日）溝端幹雄
- 「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響—円安だけでインフレ目標を達成することは困難」（2013 年 2 月 5 日）神田慶司
- 「日本経済中期予測（2013 年 2 月）—成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済」
（2013 年 2 月 4 日）近藤智也・溝端幹雄・神田慶司
- 「超高齢社会で変容していく消費—キーワードは「在宅・余暇」「メンテナンス」「安心・安全」」
（2012 年 8 月 10 日）溝端幹雄
- 「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造—雇用構造がもたらす必需的品目の需要増加と不要不急品目の需要減少」（2012 年 8 月 10 日）神田慶司
- 「日本経済中期予測（2012 年 7 月）—グローバル化・高齢化の中で岐路に立つ日本経済」
（2012 年 7 月 27 日）近藤智也・溝端幹雄・神田慶司
- 「医療保険制度の持続可能性を高めるために—コスト意識の共有を進めながら、国民の健康を推進させよう」（2012 年 4 月 13 日）鈴木準
- 「高齢社会で増える電力コスト—効率的な電力需給システムの構築が急務」
（2012 年 4 月 9 日）溝端幹雄・鈴木準
- 「日本経済中期予測（2012 年 1 月）—シンクロする世界経済の中で円高・電力・増税問題を乗り切る日本経済」（2012 年 1 月 23 日）鈴木準・溝端幹雄・神田慶司